



招銀国际
CMB INTERNATIONAL



癸卯



2兔23

年度策略报告



中美周期反向
港股向上重估



目录

宏观与策略	2
2023年中国经济与政策展望	3
2023年市场展望及策略	14
行业展望	23
中国互联网板块 I: 关注点重回基本面稳健性	24
中国互联网板块 II: 拐点已至: 破而后立, 晓喻新生	49
中国科技板块: 需求复苏与国产替代加速双重驱动	64
中国软件及 IT 服务板块: 聚焦国产化替代机遇	74
中国医疗板块: 医药板块估值将在波动中修复	82
中国必须消费板块: 经济重启短期仍是市场主线	92
中国可选消费板块: 放开之路不可逆转, 但也许会波折重重	96
中国汽车板块: 行业变革中车企转型求生的关键一年	110
中国保险板块: 养老储蓄需求驱动寿险负债端修复	121
中国房地产板块: 融资端利好齐出推动板块反弹	129
中国工程机械 / 重卡板块: 克服挑战便是机遇	132
中国城市燃气板块: 防疫政策优化提振用气需求, 城燃新型业务孵化“第二增长曲线”值得期待	141
行业首选股份	147
阿里巴巴 (BABA US)	150
腾讯控股 (700 HK)	153
立讯精密 (002475 CH)	156
闻泰科技 (600745 CH)	158
金蝶国际 (268 HK)	160
百济神州 (BGNE US)	162
药明生物 (2269 HK)	165
中国中免 (601888 CH)	167
九毛九 (9922 HK)	169
快手 (1024 HK)	172
理想汽车 (LI US)	174
吉利汽车 (175 HK)	176
中国太保 (2601 HK)	178
华润置地 (1109 HK)	181
浙江鼎力 (603338 CH)	183
华润燃气 (1193 HK)	185



宏观与策略

2023年中国经济与政策展望

经济学家：叶丙南 - yebingnan@cmbi.com.hk

全力稳增长

海外经济正从滞涨转向衰退，周期领先的中国经济已走过谷底迈向修复。三年疫情对信心、经济和社会造成严重冲击，中国新决策层将以务实态度，聚焦信心重建与经济恢复，重启经济，稳定地产，提振市场信心，激发微观活力，力促经济恢复合意增长。尽管海外衰退可能增添新的波折，但中国经济修复之路已然清晰。中期内中国经济将持续向科技、高端制造、现代服务业和消费驱动转型。中国将扩大开放，更加主动地塑造全球化。

- 全球经济修复不均，增长前景分化，未来两年东盟、印度和中国增长较快，北美和欧洲经济增长较慢。全球周期不同步的原因：疫情演进、防疫策略和经济重启均不同步，宏观政策分化，俄乌冲突影响有差异。
- 美国疫后超级宽松推升宅经济需求、商品消费、资产价格和通胀，加上供应瓶颈和劳工短缺，高通胀和高利率持续较长，最终带来衰退。美国此轮衰退可能是中小型衰退，稳健的家庭和银行资产负债表降低了金融危机和大衰退的概率。
- 中国政策重点已从防疫转向稳增长，GDP增速将从2022年2.7%回升至2023年5.1%和2024年4.7%。因病毒流感化、失业压力大、内需恢复渐进和外需下行，中国再通胀效应比较温和，CPI增速从2022年2%小幅升至2023年2.2%和2024年2.5%，PPI增速从2022年4.3%降至2023年-0.5%和2024年1.6%。
- 中国消费和服务业有更大修复空间，社会零售额和服务业GDP增速从2022年0.6%和2%回升至2023年6.5%和5.9%，投资增速从2022年5%放缓至2023年4.3%，2024年升至5.3%，商品出口增速由2022年7%降至2023年-3.5%，2024年升至6.5%，商品进口增速由2022年1%降至2023年0.5%，2024年升至4.5%。
- 中国重启经济速度快于预期，疫情高峰或在2023年1-2月出现。经济重启通过恢复场景、提振信心及改善就业和收入，对消费、房地产和资本支出都有提振作用。消费或呈现螺旋式回升趋势，疫情传播将推升医疗需求，被冰冻的出行、社交和娱乐较快释放，消费快速修复，而后再放缓，最后进入耐用消费推动的渐进修复。
- 中国货币政策和财政政策将更加宽松。流动性边际略有收紧但合理充裕，可能降准1-2次并适度下调LPR，新增贷款和社融增速回升，M2增速因避险情绪下降从2022年末12.5%降至2023年末11%。广义赤字率从2022年5.8%升至2023年6.2%，政策性银行和城投企业等“准财政”工具发力，实施新减税降费政策。美元/人民币汇率从2022年末6.92降至2023年末6.65，国际收支更趋平衡。
- 中国房地产2023年可能企稳，2024年延续修复。随着投资需求淡出、刚需人口下降和城镇化放缓，住房需求和开发投资已见到峰值，此轮修复周期后将平缓下降。未来两年地产修复周期中启动房产税的可能性较小。
- 海外经济从2022年滞涨走向2023年衰退，在衰退大幅降低通胀后再转向复苏，资产配置遵循商品（滞涨）→债券（衰退）→股票（复苏）顺序。中国经济周

期领先，渐进修复周期将支撑 2023 年中国股市相对较好表现，海外衰退可能为中国股市修复过程增加一些波动。

图 1: 中国经济预测

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
GDP																
GDP增速 (%)	9.4	10.6	9.6	7.9	7.8	7.4	7.0	6.8	6.9	6.7	6.0	2.2	8.1	2.7	5.1	4.7
名义GDP (万亿美元)	5.1	6.1	7.6	8.5	9.6	10.4	11.0	11.2	12.3	13.9	14.3	14.7	17.7	17.8	18.9	20.8
人均GDP (美元)	3823	4541	5597	6280	7057	7586	7923	8065	8797	9880	10124	10404	12554	12632	13378	14755
通胀 (同比%)																
GDP平减指数	(0.2)	6.9	8.0	2.3	2.1	1.1	0.0	1.5	4.3	3.5	1.2	0.5	4.4	2.7	1.1	2.1
CPI	(0.7)	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	2.2	2.5
PPI	(5.4)	5.5	6.0	(1.7)	(1.9)	(1.9)	(5.2)	(1.4)	6.3	3.5	(0.3)	(1.8)	8.1	4.3	(0.5)	1.6
分行业GDP增长 (%)																
农业	4.0	4.3	4.2	4.5	3.8	4.1	3.9	3.3	4.0	3.5	3.1	3.1	7.1	4.2	4.0	4.3
工业与建筑	10.3	12.7	10.7	8.4	8.0	7.2	5.9	6.0	5.9	5.8	4.9	2.5	8.2	3.4	4.2	4.4
-规模以上企业工业增加值	11.0	15.7	13.9	10.0	9.7	8.3	6.1	6.0	6.6	6.2	5.7	2.8	9.6	3.5	4.3	4.6
第三产业	9.6	9.7	9.5	8.0	8.3	8.3	8.8	8.1	8.3	8.0	7.2	1.9	8.2	2.0	5.9	5.1
对GDP增长拉动 (百分点)																
消费	5.4	5.0	6.3	4.4	3.9	4.2	4.9	4.5	3.9	4.3	3.5	(0.2)	5.3	1.0	4.1	3.4
投资	8.0	6.7	3.9	3.3	4.1	3.3	1.6	3.1	2.7	2.9	1.7	1.8	1.1	0.8	0.7	0.8
净出口	(4.0)	(1.1)	(0.6)	0.2	(0.2)	(0.1)	0.5	(0.8)	0.3	(0.5)	0.8	0.6	1.7	0.9	0.3	0.5
需求指标 (%)																
非农户固定资产投资	30.4	24.5	23.8	20.6	19.6	15.7	10.0	8.1	7.2	5.9	5.4	2.9	4.9	5.0	4.3	5.3
-制造业	26.6	26.9	31.8	22.0	18.5	13.5	8.1	4.2	4.8	9.5	3.1	(2.2)	13.5	9.0	5.5	6.5
-房地产	16.1	33.2	27.9	16.2	19.8	10.5	1.0	6.9	7.0	9.5	9.9	7.0	4.4	(10.0)	(5.0)	3.0
-基础设施	42.2	18.5	6.5	13.7	21.2	20.3	17.3	15.7	14.9	1.8	3.3	3.4	0.2	11.0	8.0	5.0
社会零售额	15.9	18.8	18.5	14.5	13.1	12.0	10.7	10.4	10.2	9.0	8.0	(3.9)	12.5	0.6	6.5	5.5
商品出口	(16.0)	31.3	20.3	7.9	7.8	6.0	(2.9)	(7.7)	7.9	9.9	0.5	3.6	29.6	7.0	(3.5)	6.5
商品进口	(11.2)	38.8	24.9	4.3	7.2	0.5	(14.3)	(5.5)	16.1	15.8	(2.7)	(0.6)	30.1	1.0	0.5	4.5
货币条件																
M2增长 (%)	27.7	19.7	13.6	13.8	13.6	12.2	13.3	11.3	8.1	8.1	8.7	10.1	9.0	12.5	11.0	9.5
M1增长 (%)	32.4	21.2	7.9	6.5	9.3	3.2	15.2	21.4	11.8	1.5	4.4	8.6	3.5	5.5	6.6	7.2
新增人民币贷款 (万亿元)	9.6	8.0	7.5	8.2	8.9	9.8	11.7	12.7	13.5	16.2	16.8	19.6	20.0	21.0	23.3	25.1
新增社会融资规模 (万亿元)	13.9	14.0	12.8	15.8	17.3	16.5	15.4	17.8	26.2	22.5	25.6	34.9	31.4	32.8	36.1	39.0
大型银行法定准备金率 (%)	15.5	18.5	21.0	20.0	20.0	20.0	17.5	17.0	17.0	14.5	13.0	12.5	11.5	11.0	10.0	9.5
10年期国债利率 (%)	3.73	3.90	3.44	3.58	4.56	3.62	2.83	3.02	3.88	3.24	3.14	3.14	2.77	2.95	3.10	3.15
1年期LPR (%)					5.73	5.51	4.30	4.30	4.30	4.31	4.15	3.85	3.80	3.65	3.55	3.55
5年期LPR (%)											4.80	4.65	4.65	4.65	4.50	4.50
公共财政																
公共财政收入同比 (%)	11.7	21.3	25.0	12.9	10.2	8.6	5.8	4.5	7.4	6.2	3.8	(3.9)	10.7	(1.5)	6.5	5.0
公共财政支出同比 (%)	21.9	17.8	21.6	15.3	11.3	8.3	13.2	6.3	7.6	8.7	8.1	2.9	0.3	6.2	5.0	4.0
一般财政赤字/GDP (%)	2.7	2.5	1.8	1.5	2.0	2.1	2.4	2.9	2.9	2.6	2.8	3.7	3.1	2.8	3.1	2.8
政府性基金收入同比 (%)				(9.3)	39.2	3.5	(21.8)	11.9	34.8	22.6	12.0	10.6	4.8	(19.0)	0.0	5.0
政府性基金支出同比 (%)				(9.7)	37.9	1.8	(17.7)	11.7	32.7	32.1	13.4	28.8	(3.7)	4.0	7.0	12.0
地方政府专项债额度/GDP (%)								0.5	1.0	1.5	2.2	3.7	3.2	3.0	3.1	2.9
国际收支与汇率																
商品贸易差额/GDP (%)	4.8	4.0	3.0	3.6	3.7	4.2	5.3	4.4	3.9	2.7	2.8	3.5	3.2	3.9	3.0	3.2
服务贸易差额/GDP (%)	(0.5)	(0.4)	(0.6)	(0.9)	(1.3)	(2.0)	(2.0)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(1.8)	(1.0)	(0.6)	(0.4)	(0.7)	(0.9)
经常账户差额/GDP (%)	4.8	3.9	1.8	2.5	1.5	2.3	2.7	1.7	1.5	0.2	0.7	1.7	1.8	2.2	1.5	1.7
金融账户差额/GDP (%)	3.8	4.6	3.4	(0.4)	3.6	(0.5)	(4.0)	(3.7)	0.9	1.2	0.1	(0.4)	0.2	(0.6)	0.1	(0.3)
误差遗漏项/GDP (%)	(0.8)	(0.9)	(0.2)	(1.0)	(0.7)	(0.6)	(1.8)	(1.9)	(1.7)	(1.3)	(0.9)	(1.1)	(0.9)	(1.2)	(0.7)	(0.9)
外汇储备 (十亿美元)	2.40	2.85	3.18	3.31	3.82	3.84	3.33	3.01	3.14	3.07	3.11	3.22	3.25	3.08	3.13	3.10
美元/人民币(年末)	6.83	6.59	6.29	6.23	6.05	6.20	6.49	6.95	6.51	6.87	6.97	6.54	6.37	6.92	6.65	6.50

资料来源: Wind, 招银国际环球市场

全球经济周期不同步

各经济体增长前景存在差异

2023-2024 年全球各地经济增长前景存在显著差异。未来两年东盟、印度和中国的经济增长相对较快，越南、印度、印尼、中国和泰国的年均增长速预计分别达到 6.6%、6.5%、5%、4.9%和 3.7%，而北美和欧洲的经济增长相对较慢，加拿大、美国、欧元区、英国和俄罗斯的年均增速预计分别为 1.1%、0.8%、0.7%、0.1%和-0.8%。泰国、印度、印尼、越南和墨西哥经济具有更大修复空间，2023-2024 年 GDP 年均复合增速预计分别比 2020-2022 年年均水平高 4.3、3.6、2.7、2.4 和 1.9 个百分点，而土耳其、中国台湾、波兰、美国 and 英国的经济有明显下行空间，2023-2024 年年均复合增速预计分别比 2020-2022 年年均增速低 3.1、1.8、0.8、0.44 和 0.43 个百分点。

中国在此轮周期中先于美国。中国在 2020 年第 2 季度后快速控制疫情并重启经济，2021 年全面收紧政策，2 月中国股指开始进入熊市，下半年经济开始二次下行，2022 年经济接近硬着陆，经济政策再度放松，防疫政策逐步调整，2023-2024 年进入渐进修复周期。美国 2021 年快速重启经济，通胀开始逐步攀升，2022 年货币政策大幅收紧，1 月美股指数开始进入熊市，2022 年经济二次下行，2023 年出现衰退，之后政策或再度放松，2024 年经济进入复苏周期。

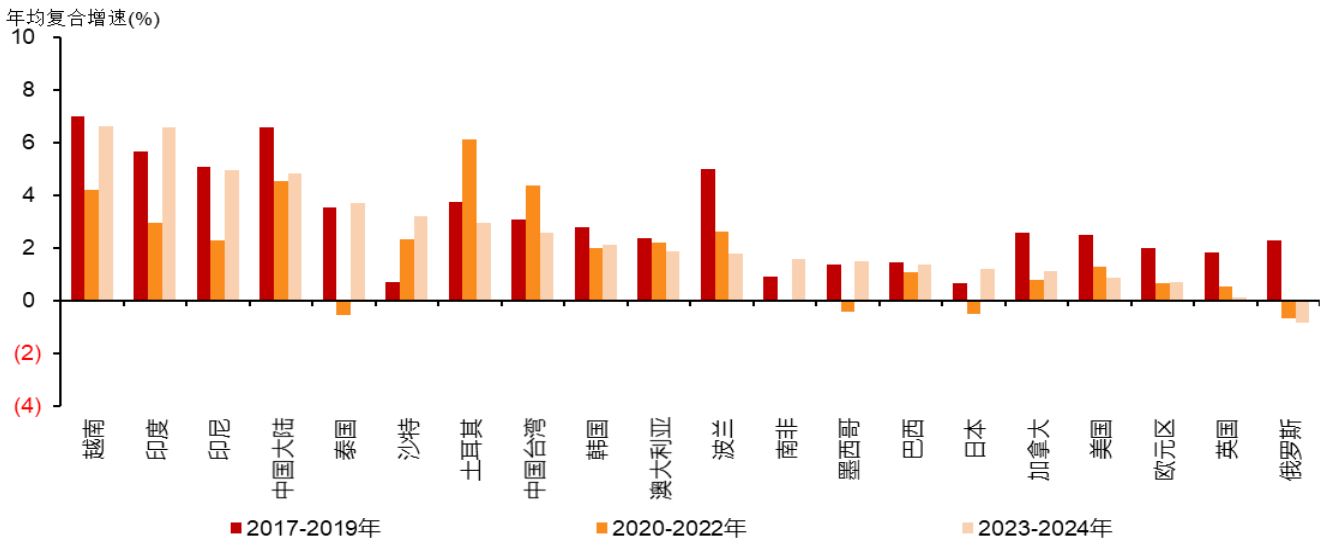
美国经济可能进入中小型衰退

2023 年美国将进入衰退。疫后超级宽松政策大幅透支宅经济需求、商品消费和房地产价格，加上供应链瓶颈和劳工短缺，通胀创 40 年以来最高且持续较长时间，高利率延续较长时间，房地产和金融周期向下。收益率曲线已经给出 2023 年衰退预警，10 年/2 年国债利差 7 月以来持续为负，10 年/3 个月国债利差近期也转为负值。

美国 2023 年衰退或是中小型衰退，比 2001 年小型衰退严重些，但明显不及 2008-2009 年大衰退和 20 世纪七八十年代两次严重衰退。2001 年小型衰退时期，GDP 累计下跌 0.1%，失业率累计上升 1.5 个百分点，衰退原因是科技股泡沫破裂和 9.11 恐怖袭击对商业投资和消费信心产生冲击。2008-2009 年大衰退时期，GDP 累计下降 3.8%，失业率累计上升 4.5 个百分点，大衰退原因是次贷风暴引发全球金融危机。20 世纪 70 年代和 80 年代两次严重衰退时期（4Q1973 至 1Q1975 和 3Q1981 至 4Q1982），GDP 累计萎缩 3.1%和 2.6%，失业率累计上升 4.2 和 3.6 个百分点，两次严重衰退由于前期凯恩斯主义刺激和两次石油危机带来滞涨环境，公众失去对美联储的信心。

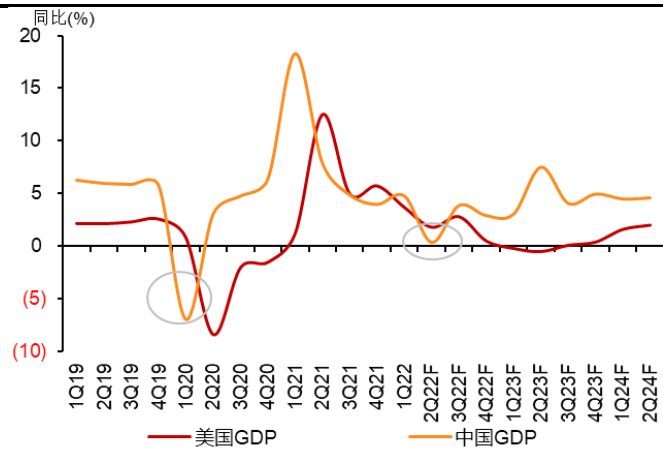
2023 年衰退可能比 2001 年小衰退严重些，因为商品消费、房地产过热程度和高通胀、高利率持续时间远超 2001 年衰退前水平，外需疲弱和全球滞涨压力比 2001 年更大。2023 年衰退将显著小于 2008-2009 年大衰退，因当前美国家庭和银行的资产负债表非常稳健，发生金融危机的概率较小。2023 年衰退也将不及 20 世纪七八十年代两次严重衰退，因为当前公众对美联储尚未丧失信心，美国经济的能源密集度已大幅下降，美国已成为全球第一大能源出口国，能源通胀对美国经济的冲击不可同日而语。

图 2:全球各经济体疫后修复和未来增长前景



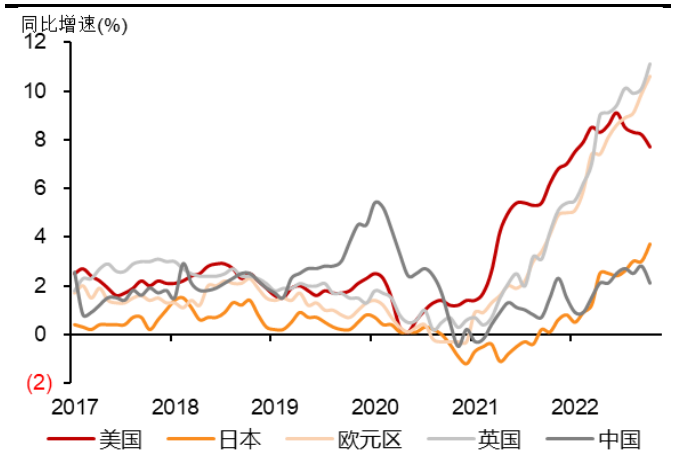
资料来源：国际货币基金组织，招银国际环球市场

图 3:中国此轮周期先于美国



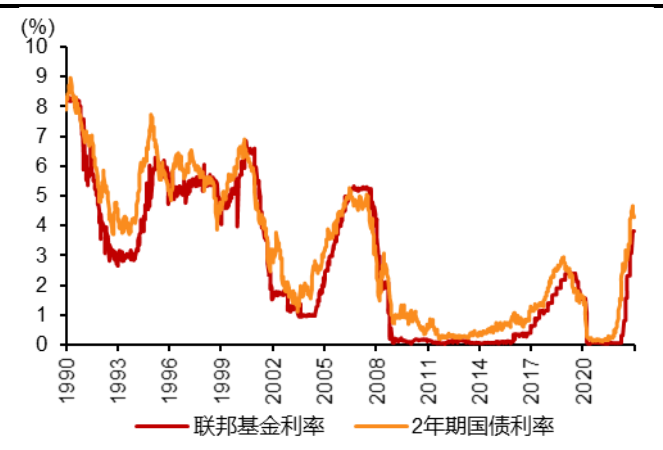
资料来源：谷歌，招银国际环球市场

图 4:主要经济体 CPI 增速



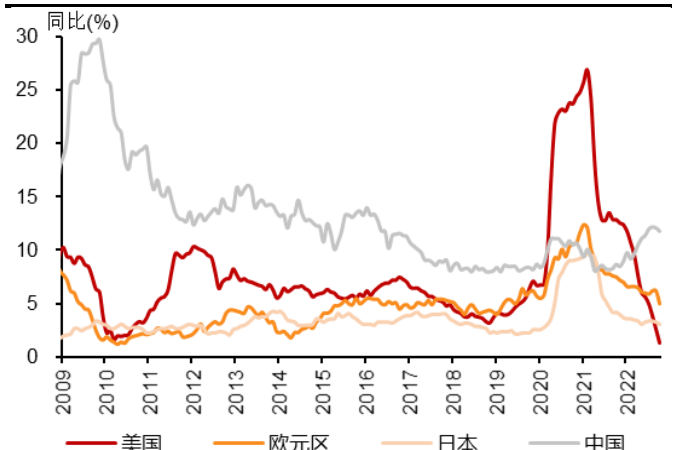
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 5:2年期国债利率作为联邦基金利率的预期



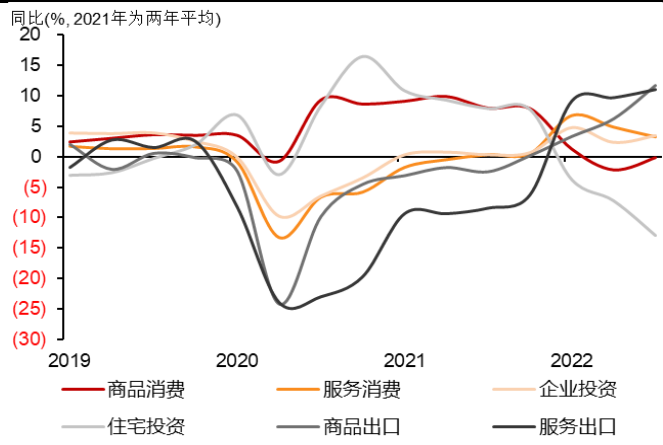
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 6:四大经济体货币周期 (M2 增速)



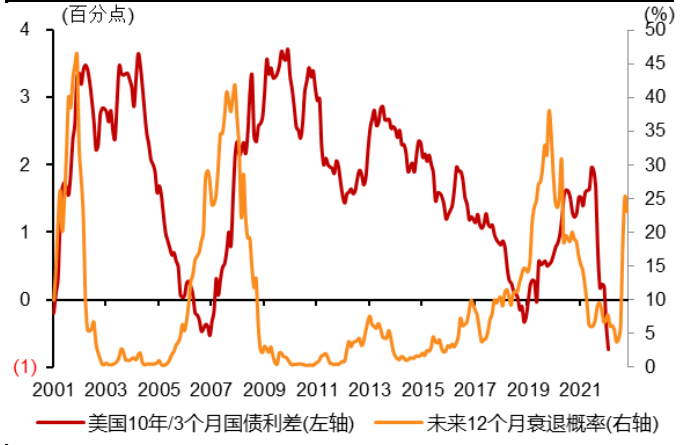
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 7: 美国 GDP 主要项目增速



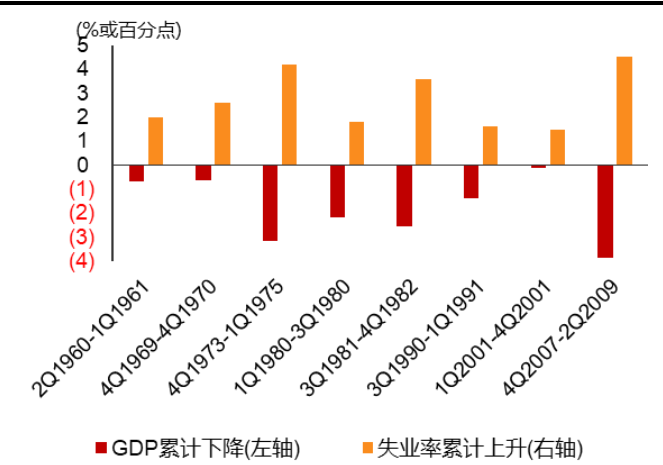
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 美国 10 年/3 个月国债利差与经济衰退概率



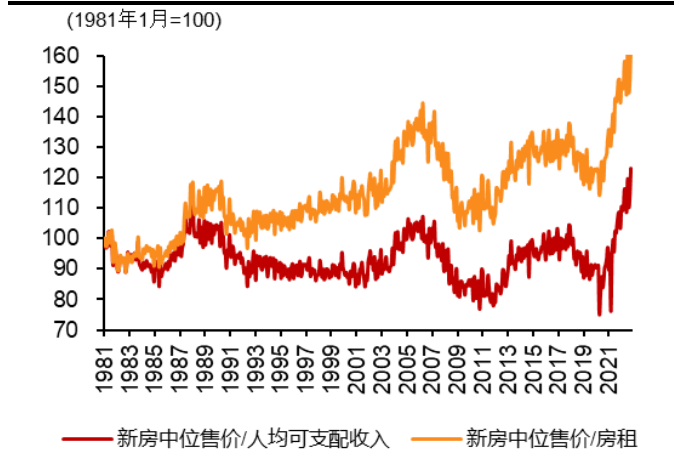
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 美国 8 次衰退严重程度



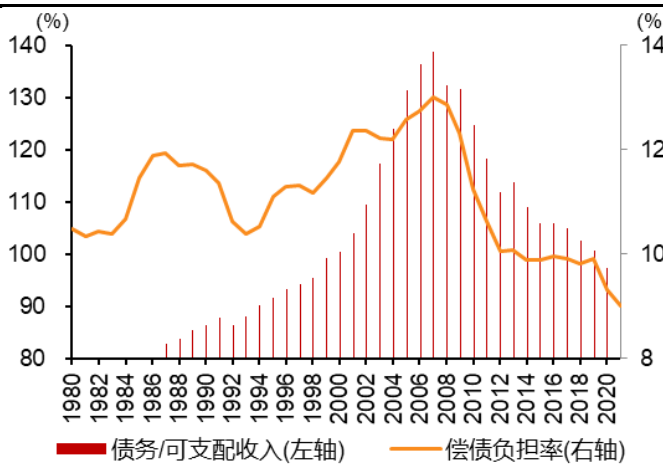
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国房地产泡沫化程度创 40 年以来最高



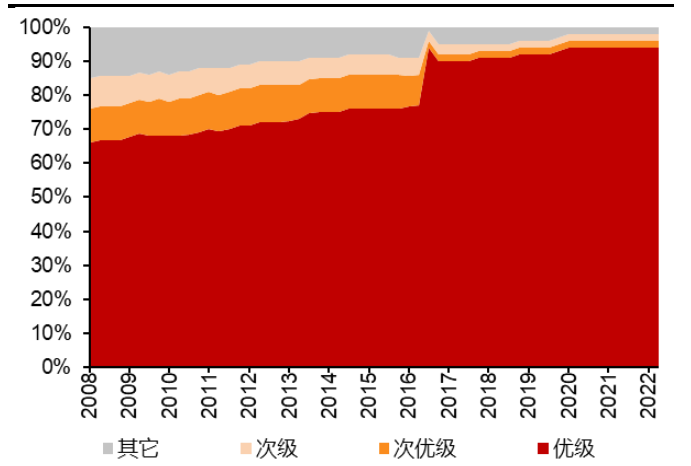
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国家庭债务率与偿债负担率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国银行业住房抵押贷款信用质量分布



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

中国经济修复前景

中国经济渐进修复之路

疫情冲击后中国经济走势呈现 W 型。1Q2020 疫情爆发后，中国经济第一次下滑，但随着快速控制疫情和复工复产，经济 V 型反弹。2021 年，国内供求进一步恢复，海外经济重启和供应瓶颈使中国出口大放光彩，中国开始全面收紧政策，包括流动性收紧、房地产“三道红线”、互联网强监管和运动式碳减排等，加快转向高质量发展。伴随政策紧缩，2021 年下半年经济开始第二次下行，2022 年因 Omicron 疫情下频繁封控和房地产市场剧烈收缩，经济接近硬着陆。中国经济政策再度放松，防疫政策经历反复后最终转向，经济活动将第二次回升。

2023-2024 年中国经济将处于渐进修复周期。GDP 增速将从 2022 年 2.7% 升至 2023 年 5.1%，两年平均增速 3.9%，2024 年 GDP 增速为 4.7%，低于 5%-6% 的潜在增速。支撑经济修复的因素包括：新任决策层聚焦信心恢复与稳增长、防疫政策转向与经济重启、宏观经济政策宽松以及房地产逐步企稳。

中国家庭消费和服务业具有更大修复空间，预计社会零售额增速和服务业 GDP 增速分别从 2022 年 0.6% 和 2% 升至 2023 年 6.5% 和 5.9%，消费对 GDP 增速拉动由 2022 年 1 个百分点升至 2023 年 4.1 个百分点。受高基数和海外衰退影响，基础设施投资和制造业投资放缓，带动投资增速从 2022 年 5% 放缓至 2023 年 4.3%，2024 年升至 5.3%，投资对 GDP 增长贡献从 2022 年 0.8 个百分点降至 2023 年 0.7 个百分点，2024 年升至 0.8 个百分点。

由于海外衰退和商品价格回落，商品出口增速从 2022 年 7% 降至 2023 年 -3.5%，2024 年回升至 6.5%。受经济重启和内需修复支撑，商品进口量回升，但因商品价格回落，商品进口增速从 2022 年 1% 放缓至 2023 年 0.5%，2024 年回升至 4.5%。净出口对 GDP 增长贡献从 2022 年 0.9 个百分点降至 2023 年 0.3 个百分点和 2024 年 0.5 个百分点。

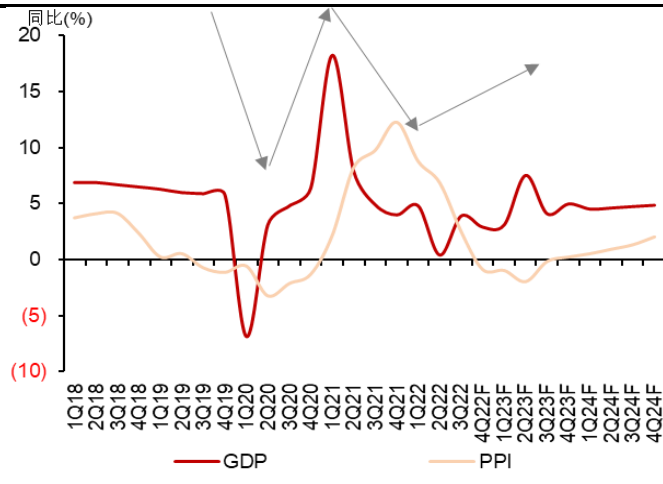
中国经济重启后再通胀效应将比较温和

我们预测中国 CPI 增速从 2022 年的 2% 小幅回升至 2023 年的 2.2% 和 2024 年的 2.5%，PPI 2022 年上涨 4.3%，2023 年下跌 0.5%，2024 年上涨 1.6%，GDP 平减指数增速可能从 2022 年的 2.7% 回落至 2023 年的 1.1%，2024 年再度回升至 2.1%。

中国经济重启中再通胀效应将比较温和。首先，Omicron 病毒毒力非常轻，对劳动年龄人口生理影响非常小，中国劳动者勤奋内卷，当前就业压力较大，疫情传播对劳动参与率影响可能较小。日本、韩国、越南和台湾地区经验说明，2021 年 Delta 病毒疫情对劳动参与率有些影响，但 2022 年 Omicron 病毒疫情对劳动参与率基本没有影响。其次，国内需求渐进恢复而不会过热，家庭习惯先工作再消费，决策者习惯集中资源办大事，给民众大规模派现可能性较低。最后，海外衰退来临，全球供应正常化，更多供给竞争更少需求，商品价格将显著回落，国内出口产能转内销，压制消费品价格。

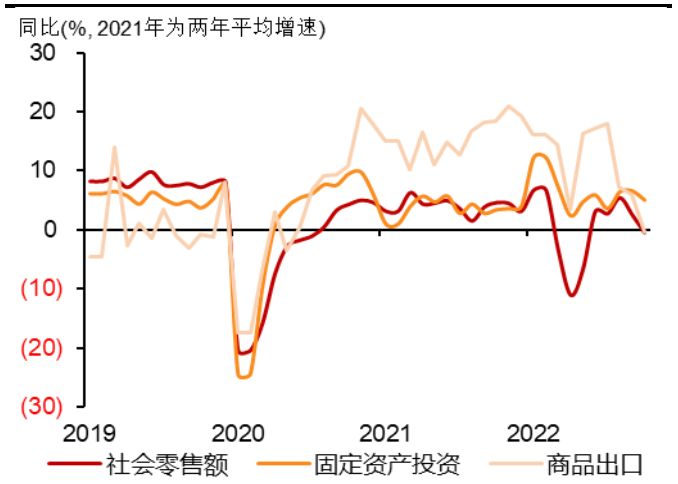
中国经济重启中再通胀效应在出行、餐饮、旅游等部分服务业比较明显，这些行业被压抑的需求快速释放，但由于前期大量小企业倒闭，不少从业人员可能改行，供给恢复可能慢于需求，短期内价格会有明显向上压力。

图 13: 疫情冲击后中国经济 W 型走势



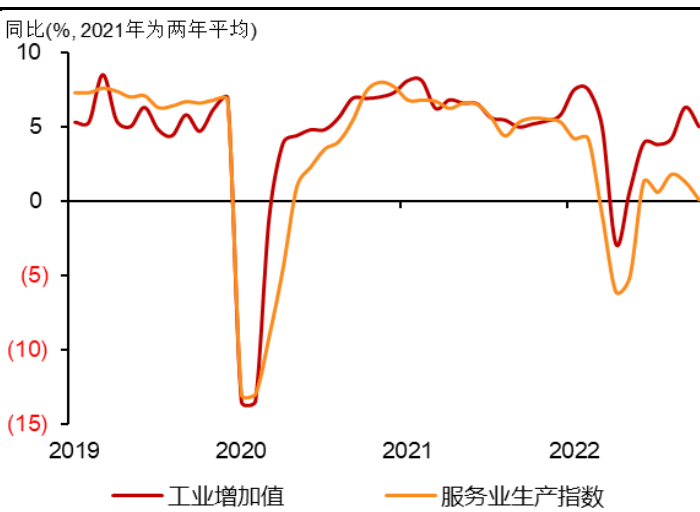
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 中国三大需求增速



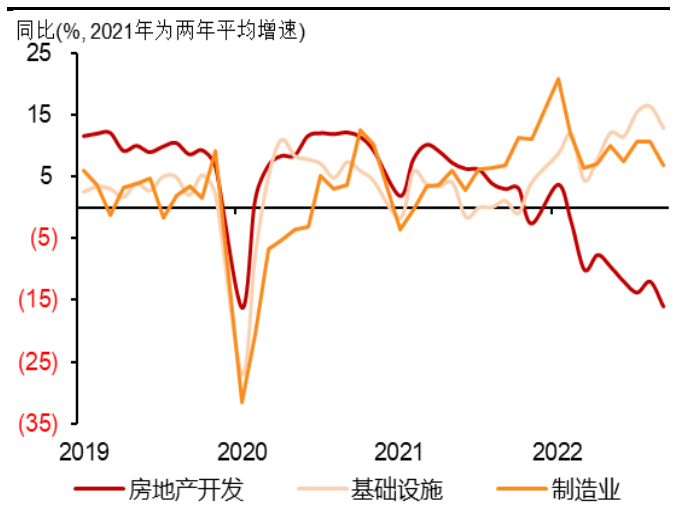
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 中国工业与服务业产出增速



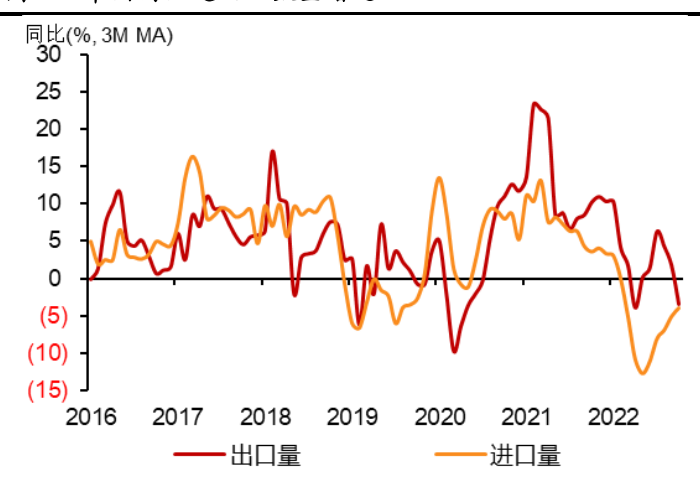
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 中国三大行业固定资产投资增速



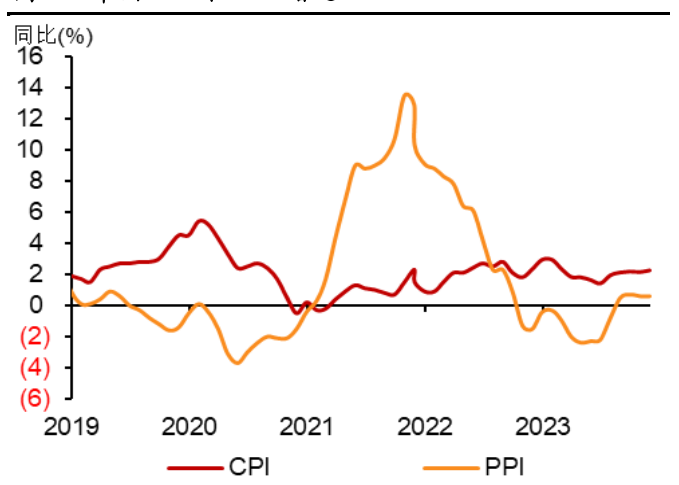
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 中国商品进出口数量增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 中国 CPI 和 PPI 增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

2023年重点政策

以提振信心和稳增长为优先目标

过去三年疫情对信心、经济和社会造成严重冲击，中国新决策层将以务实态度，聚焦信心重建与经济恢复，全力促进经济恢复合意增长。中央政治局近期召开经济工作会议表明，工作重心已经从防疫转向全面稳增长，新任决策层对稳增长做出更加坚定承诺，2023年GDP增速目标可能在5%左右，经济增长重新成为地方政府最重要的KPI指标。中国经济重启速度超出市场预期，疫情高峰可能在2023年1-2月到来。中央政治局多年来首次更加强调扩大内需，而过去几年更加强调供给侧改革，预示政策框架显著变化，宏观经济政策将更加宽松。中央政治局提出提振消费意愿，表明促进消费恢复将是扩大内需的重点。中央政治局提出大力提振市场信心，激发市场活力，新决策层将对包括互联网巨头在内的民营企业采取更加友好的政策立场。中央政治局提出更大力度吸引外资，表明将持续扩大开放，加强国际合作，降低中美冲突，促进全球化进程。

重启经济

中国经济重启过程比预期更快，人员流动逐渐恢复，伴随2023年1月春节前后大规模人口流动和人员聚集，中国可能很快见到疫情高峰。从韩国、越南和台湾地区的经验来看，放开后经济活动存在类似J曲线效应，即民众对放开存在一个适应期，人员流动和消费活动先暂时下降，而后再逐步修复。从韩国数据来看，鞋子、汽油、化妆品和服装零售增速与人员流动性指数正相关性最强，显示经济重启对出行和社交类消费需求提振最大，而家具、家电、汽车和食品等宅经济商品与人流变化存在负相关性。

中国消费在放开后可能呈现螺旋式回升趋势。放开后消费将出现第一轮快速修复，被冻结的出行、社交和购物需求快速释放，航空、铁路、公路、餐饮、酒店、旅游、娱乐、服饰、化妆品等行业显著恢复，防治药物和医疗服务需求也将显著上升。消费经历第一轮快速修复后可能有所放缓，而后进入渐进修复模式，因就业、收入和信心的恢复需要时间。中国可能经过2-4个月疫情传播，基本实现全民免疫，而后逐渐走出疫情困扰。

经济重启是支撑中国经济修复的最重要因素。据我们估计，仅交通运输、商贸零售和住宿餐饮业等服务业活动修复，即可对2023年GDP增速贡献超过1个百分点。经济重启将提振企业家和金融市场信心，改善就业形势和家庭信心，对资本支出、房地产和耐用消费都具有显著提振作用。

宏观经济政策宽松

2023年稳健货币政策将精准有力。因信贷需求和风险偏好回升，流动性边际有所收紧但仍合理充裕，央行可能下调存款准备金率1-2次。信贷政策保持宽松，央行可能再次适度下调LPR，对制造业、硬科技、服务业中小企业信贷政策非常宽松，进一步放松房地产信贷政策，鼓励银行对房企和城投企业的债务进行展期。信贷活动明显回升，新增人民币贷款和社会融资规模增速分别从2022年的5.3%和4.6%升至2023年的11%和10%。预防性储蓄倾向下降，风险偏好回升，M2增速从2022年末12.5%降至2023年末11%。

2023年积极财政政策将提力增效。一般财政赤字和地方政府专项债额度可能分别增加6000亿和3500亿人民币，广义赤字率可能从2022年5.8%上升至2023年6.2%。积极发挥政策性银行和地方城投企业等“准财政”工具，促进基础设施投资、保交楼和房地产市场稳定，鼓励银行对城投债务进行展期。2022年部分减税降费政策可能延续至2023年，并出台一些新减税政策，例如个人所得税专项附加抵扣增加、小微企业税收减免等，预计减税降费规模超过1.5万亿人民币。预计2023年一般财政收入和支出分别增长6.5%和4.5%，支出向教育、科技、就业和社保、卫生健康、农业农村、生态环保等领域倾斜。

2023年汇率政策将保持灵活，美元/人民币预计从2022年末6.92降至2023年末6.65，国际收支更趋平衡。随着美国经济进入衰退和中国经济重启修复，中美利差和人民币对美元将有所反弹。但由于美联储很难再大幅放水，中国货币政策延续偏松，人民币对美元很难反弹至2022年贬值前水平。外需向下和内需回升将推动中国商品贸易顺差有所收窄，跨境人员流动恢复将扩大中国服务贸易逆差，中国经常账户顺差/GDP比率可能从2022年的2.2%回落至2023年的1.5%。伴随经济重启和中美利差回升，中国金融账户可能从净流出转为小幅净流入，预计非储备性质金融账户差额/GDP比可能从2022年-0.6%转为2023年0.1%。

稳定房地产市场

中国近期发布金融支持房地产十六条政策，表明新任决策层积极防风险、稳地产和稳经济的信号，降低了房企大面积暴雷演化为系统性金融风险的概率，提振了金融市场信心。未来稳定房地产市场的关键是提振住房需求，住房销售前景决定项目净资产状态、开发商自主现金流和金融机构融资意愿，从而决定房企财务困境是流动性问题还是资不抵债问题。

目前压制住房销售的因素包括：疫情对就业、收入和信心冲击严重，家庭削减或推迟大额支出包括购房支出；大量房企急剧去杠杆后陷入财务困境，潜在购房人担心期房项目烂尾风险，推迟购房计划；潜在购房人具有买涨不买跌心理，因房价下跌推迟购房计划。

2023年第二季度房地产销售可能逐渐企稳，下半年同比可能小幅正增长，全年同比小幅下跌。房地产开发投资降幅可能从2022年10%收窄至2023年5%，2024年增长3.5%。中国经济重启将支撑就业、收入和信心逐渐回升，促进潜在购房需求逐步释放。房企大面积违约和期房烂尾风险显著下降，潜在购房人信心将有所回升。住房供应随需求同步收缩，降低了房价崩塌的风险。未来经济渐进修复，房地产信贷政策进一步宽松，逐步对房价和住房需求形成一定支撑。

总体来看，房地产市场此轮修复相对漫长，2023-2024年处于渐进恢复周期，恢复后的销售峰值可能显著低于2021年水平。中国住房总需求已经见顶下行，因投资投机需求淡出，刚需年龄人口下降，城镇化速度放缓。在稳地产周期中，政府启动房产税可能性较小，但2025年以后房产税可能逐步提上议程，以为土地财政萎缩后的地方政府开辟新财源，并调节贫富差距、促进共同富裕。

从各类指标来看，见底企稳顺序是住房销量->房企现金流->房地产投资。分区域来看，见底企稳的顺序是一线城市->强二线城市->其他城市，一线和强二线城市供求基本面相对更好，2023-2024年有望见到明显的回升周期，但三四线及以下城市可能延续偏弱态势。从

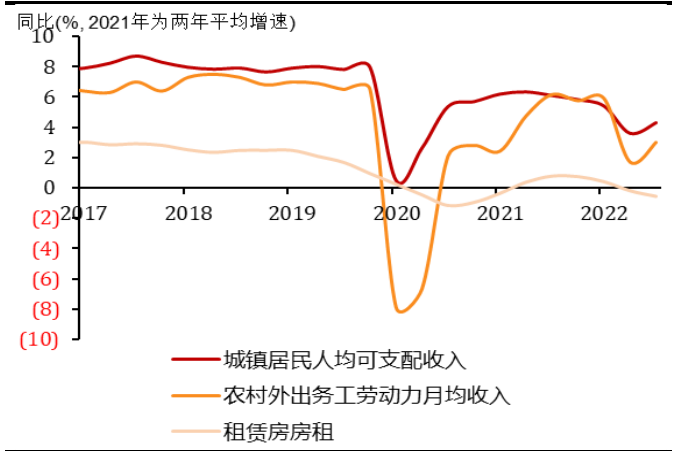
供給側來看，一、二线城市住房供應格局發生變化，保障房、租賃性住房在供應中占比上升，國有企業和地地方城投將發揮更大作用。

图 19: 中国一线城市车流与人流



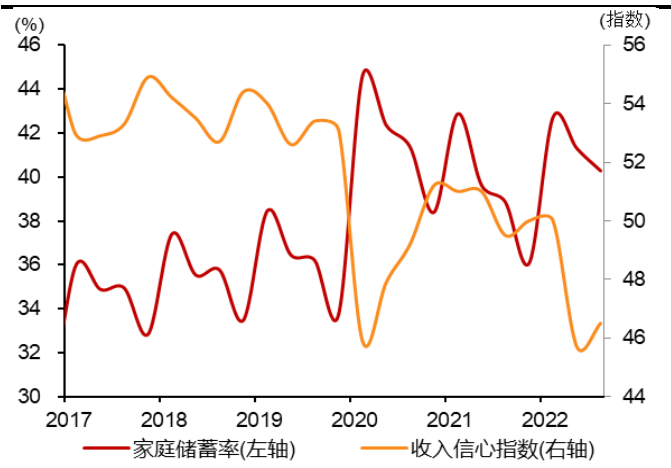
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 20: 中国家庭收入与房租增速



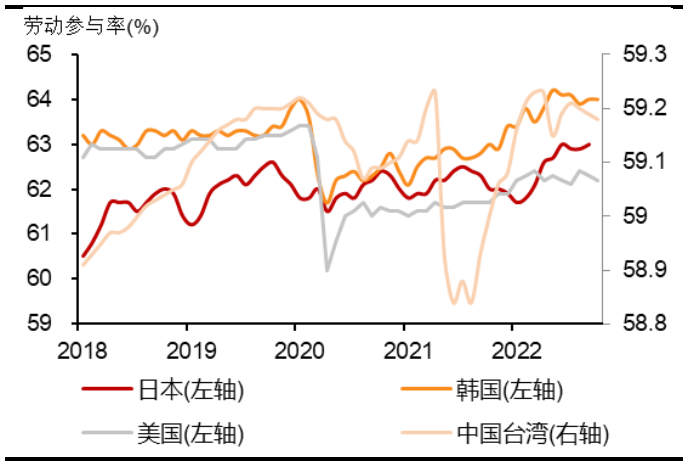
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 21: 中国家庭储蓄率与收入信心



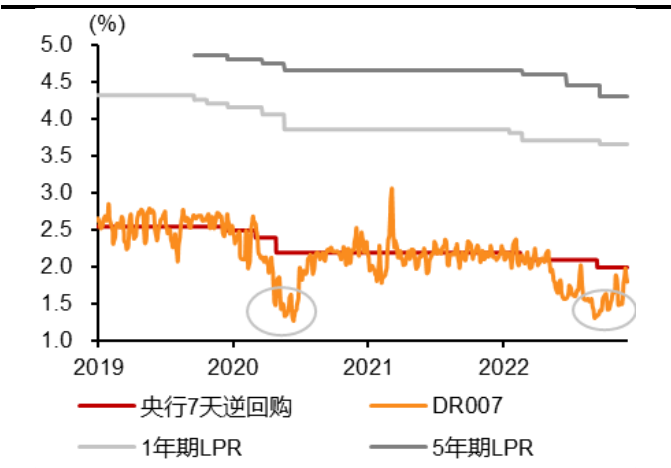
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 22: 部分经济体劳动参与率变化



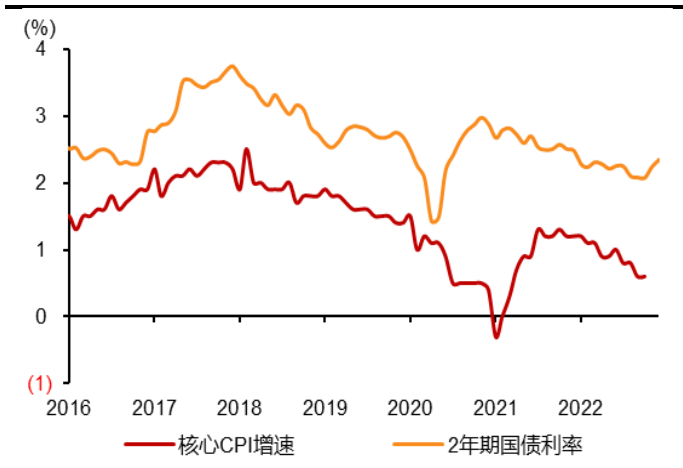
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 23: 中国央行政策利率



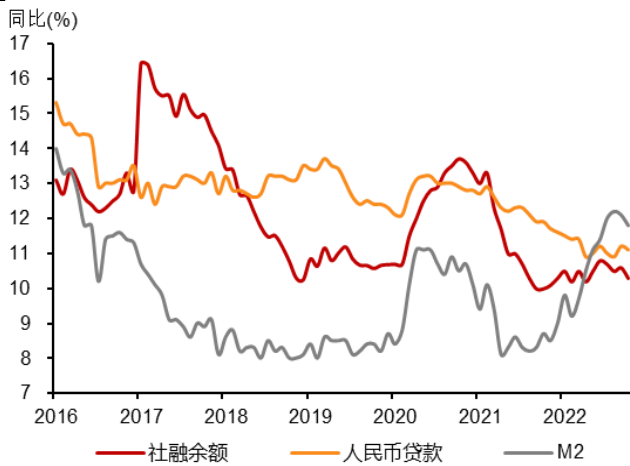
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 24: 2 年期国债利率反映核心通胀预期



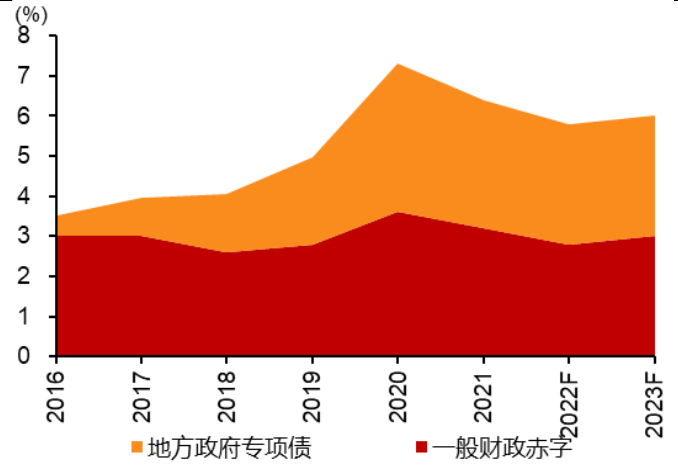
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 25: 中国信贷与 M2 增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 26: 中国广义赤字率



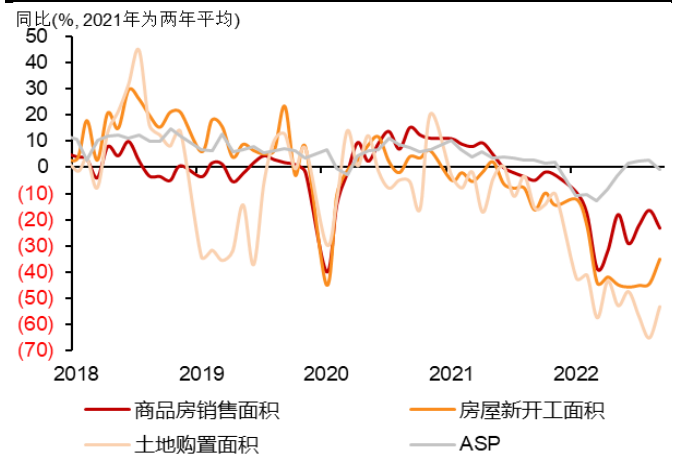
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 27: 美元/人民币汇率与利差



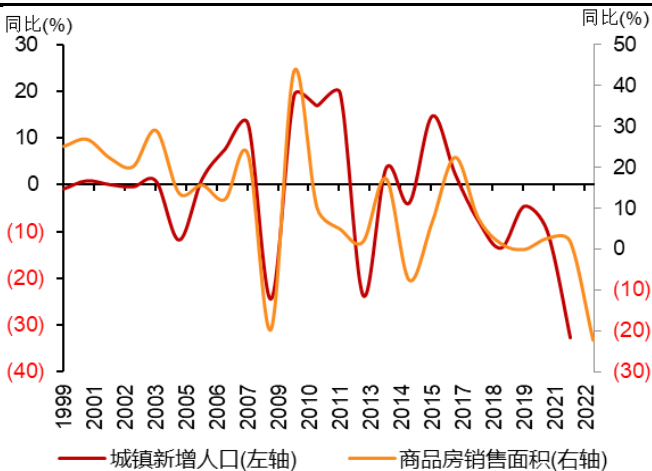
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 28: 中国房地产市场



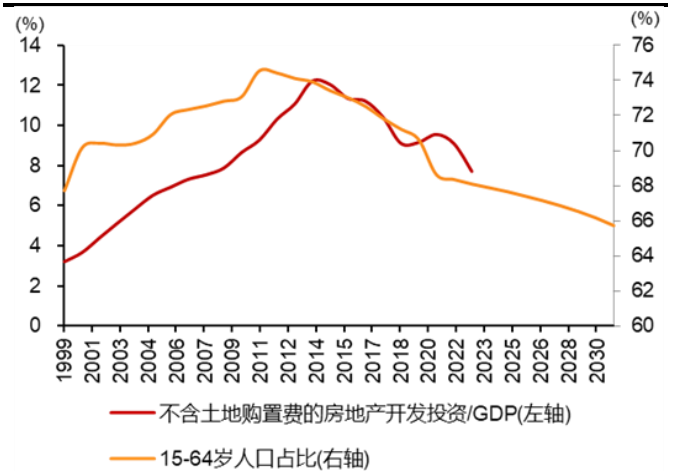
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 29: 中国城镇化速度与商品房销售面积增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 30: 人口结构与房地产开发投资



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

2023 年市场展望及策略

策略师：苏沛丰，CFA – danielso@cmbi.com.hk

恒指目标 23500，偏好增长股

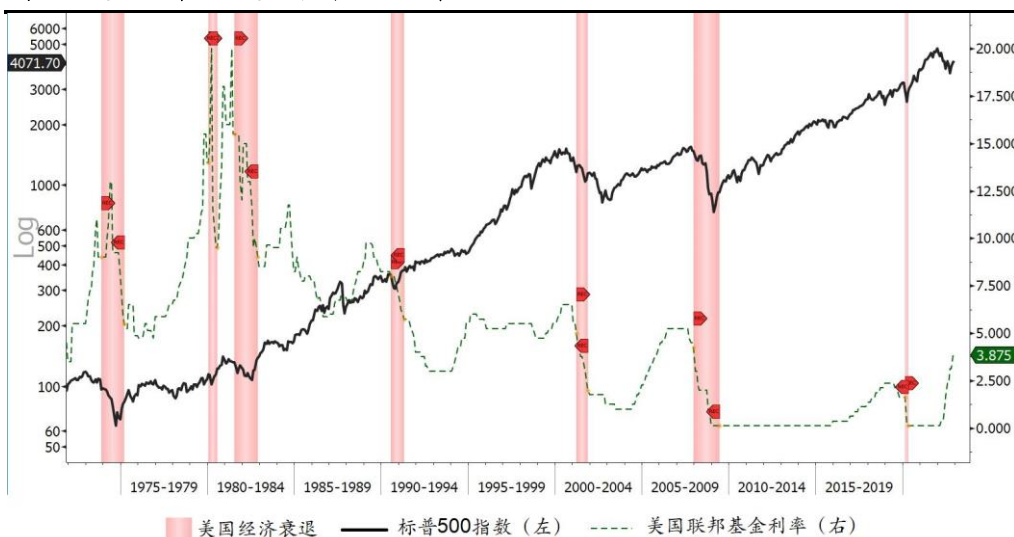
美国身为全球最大经济体，其经济周期、货币政策、股市表现对全球金融市场举足轻重，向来如是，于今尤甚，因为美国通胀水平处于近四十年来最高、美国联储局正以四十年来最激进的步伐加息。因此，我们首先由美国经济、盈利、利率、总统任期周期性、股债相对估值等宏观角度，综合分析对美股以至全球股市有何影响。

美国利率见顶后，美股表现料改善

经济和盈利方面，料对美股于 2023 年上半年之表现较不利。我们估计美国经济可能于 2023 年陷入中小型衰退，伴随企业盈利预测被市场下调。不过，利率周期料于 2023 年中开始变得较为有利美股。

过去半个世纪，美国总共有十个加息周期（包括 2022 年 3 月至今的这次），其中七次利率见顶前后，美国经济陷入衰退（图 31）。一般而言，加息周期的前半段，利率水平并未造成衰退风险，股市表现不太差，但加息周期的后半段（图 32 粗略以利率见顶前 12 个月代表该期间），利率已累积较大升幅，经济增速显著放缓，股市表现较弱。相反，当利率见顶后之 12 个月，进入减息周期，股市表现通常改善。在之前的九个加息周期，仅有两次不符合此规律（于图 32 以灰色标示）。

图 31: 美国股市 vs 美国联邦基金利率



资料来源：彭博、招银国际环球市场

根据利率期货，现时市场预测美国此轮加息周期将于 2023 年 5 月结束。按照历史规律推测，今次利率见顶后，美股之表现亦有望好转。不过，由于美国现时之通胀是上世纪 80 年

代初以来最高，就算利率于明年5月见顶，视乎届时通胀回落的幅度，美联储可能会将利率维持于相对高水平一段较长时间，某程度限制股市的表现。

图 32: 标普 500 指数于利率见顶前后之表现

联邦基金利率见顶月份	联邦基金利率见顶前 12个月回报	联邦基金利率见顶后 12个月回报
1974年5月	-16.8%	4.4%
1980年3月	0.5%	33.2%
1981年5月	19.2%	-15.6%
1984年8月	1.4%	13.2%
1989年4月	7.9%	14.9%
1995年2月	4.3%	31.4%
2000年5月	3.5%	-11.6%
2006年6月	6.6%	18.4%
2018年12月	-6.2%	28.9%
平均	2.3%	13.0%
2023年5月*	-1.3% #	??

* 根據利率期貨市場預測
2022年5月底至11月底回報

资料来源：彭博、招银国际环球市场

美股于总统任期第三年表现最佳

美国总统任期为四年一任，2023年是拜登总统任期第三年，往绩显示，总统任期第三年之股市表现通常较佳。自1928年美股标普500指数有纪录以来，平均每年回报7.7%（简单平均数，未计股息；下同）。若按美国总统任期四年划分，股市于任期第三年的表现最佳，平均回报13.5%；第二年（即国会中期选举年）最差，平均回报3.5%（图33）。

对于上述现象较合理的解释，是总统为争取个人或所属政党连任，倾向于任期之后半推出较多财政刺激及宽松货币政策，以营造经济向好的环境。相对而言，于任期前半，总统较能容忍经济疲弱。

港股表现亦与美股出现相近规律，毕竟香港经济、货币政策及股市向来甚受美国影响：自恒生指数于1964年创立以来，平均年回报16.2%，同样于美国总统任期第三年最佳，平均回报29.7%；于美国中期选举年表现最差，平均回报负2.6%。

图 33: 美国总统任期每年之平均股市回报

	标普 500 指数#	恒生指数*
总统任期第一年	6.6	11.1
中期选举年	3.5	-2.6
总统任期第三年	13.5	29.7
总统选举年	7.5	28.2
所有年份平均	7.7	16.2

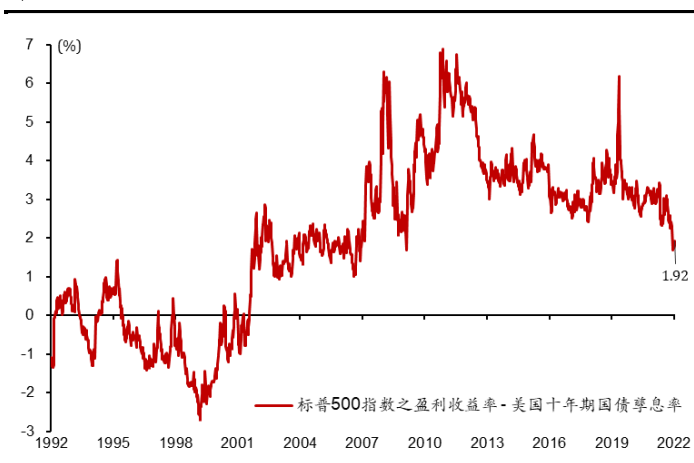
资料来源：彭博、招银国际环球市场 #1928年起 *1965年起

美股相对美债之估值吸引力回落

2009-2015年及2020-2021年期间，美国利率接近零，令美股盈利收益率（earnings yield）与美国十年期国债孳息率之差距，处于历史上较高水平，显得股票较具吸引力。但随着美联储于过去一年大幅加息，市场预期联邦基金利率于2023年3月至5月将升至约4.9厘，美国十年期国债孳息率亦由2020年4月之0.6厘大升至现时的3.5厘，令美债相对于美股之吸引力升至2009年零利率年代以来最高。图4显示，美股之盈利收益率与国债孳息率之差距，跌至2009年底以来最小，回到零息年代前之较正常水平。

换言之，虽然美国利率料于2023年中见顶、下半年有可能小幅度减息，令市场游资增加，但考虑到债券与股票之相对估值，游资未必集中流向股市。上半年美债可能跑赢美股，令美股相对美债之估值回到较吸引水平，然后下半年美股有望跑赢美债。

图 34: 标普 500 指数之盈利收益率 - 美国十年期国债孳息率



美元回落，有利新兴市场

美国加息周期近尾声，美元跌破上升轨

美国联储局于2022年3月开启本轮加息周期，至11月底已累计加息3.75厘。利率期货反映市场预期联邦基金利率将于2023年5月于4.9厘附近见顶，较现水平只有约1厘的潜在升幅，意味加息周期已近尾声。

激进的加息步伐，推动美元汇价指数于2022年首10个月急升24%。既然加息周期料已近尾声，美元走势已出现转弱迹象，美元指数于11月中跌穿年初以来的上升轨，较9月底之高位回落逾7%，并且似乎转而为下降通道运行（图35）。

图 35: 美元指数跌破上升轨, 并似转为下降通道运行



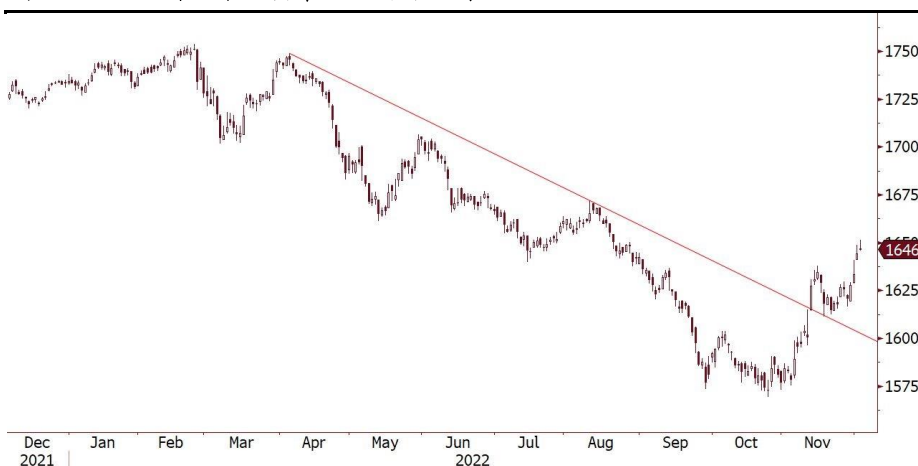
资料来源: 彭博、招银国际环球市场

新兴市场货币升穿降轨阻力

由于不少新兴国家持有美元债, 美元大幅升值往往令部份新兴国家面临财政压力、货币贬值、资金外流甚至债务危机。相反, 当美元趋贬, 新兴市场较大机会获得资金流入, 货币升值的机会亦较高。新兴市场货币兑美元之走势, 亦可视为判断资金流向的指标之一。

MSCI 新兴市场货币指数于 2022 年 11 月中升穿下降轨阻力, 与美元指数跌穿升轨之时间相若 (图 36)。

图 36: MSCI 新兴市场货币指数升穿下降轨阻力



资料来源: 彭博、招银国际环球市场

人民币亦升穿降轨阻力

11 月底, 美元兑人民币跌穿上升轨支持, 换言之, 人民币兑美元升穿降轨阻力 (图 37)。往绩显示, 人民币汇率与香港股市之估值和走势呈正向关系: 当人民币趋跌, 港股亦趋跌; 当人民币趋升, 港股亦趋升。现时人民币兑美元刚刚有扭转跌势之迹象, 虽并不意味人民币立刻会大幅升值, 毕竟美国利率仍趋升, 反而中国货币政策仍有温和宽松空间, 但中线而言, 人民币兑美元回稳、然后温和回升, 将有利港股表现。

图 37: 美元兑人民币跌穿上升轨



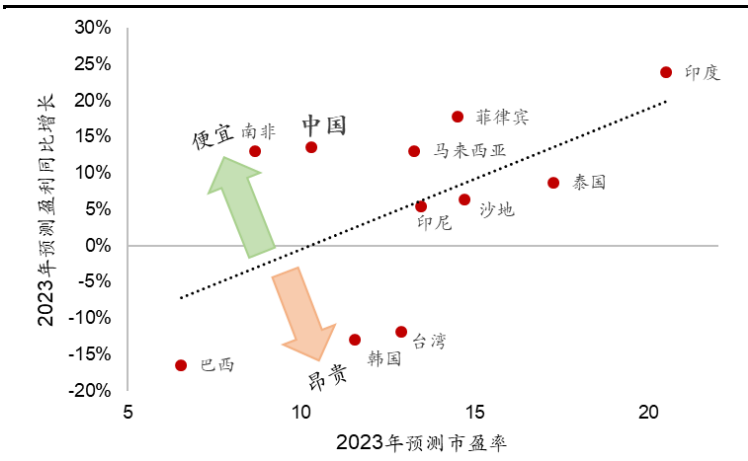
资料来源: 彭博、招银国际环球市场

主要新兴股市之估值相对于盈利增速

美元回落, 有利新兴市场资金流向, 但各个新兴股市之基本因素不尽相同, 前景自然有差别。从最基本的盈利增速和估值判断, 中国股市目前在新兴市场当中之吸引力位居前列。

中国股市于 2021 年及 2022 年都大幅跑输欧美股市和其他主要新兴股市, 因此目前估值相对便宜。图 8 比较了 11 个主要新兴股市之 2023 年预测市盈率及预测盈利增速, 中国之盈利增速位居前列, 仅次于印度和菲律宾, 市盈率则偏低, 只高于巴西和南非。换言之, 在新兴市场当中, 中国之相对估值较为吸引。

图 38: 各主要新兴市场之 2023 年预测市盈率 vs 预测盈利增长

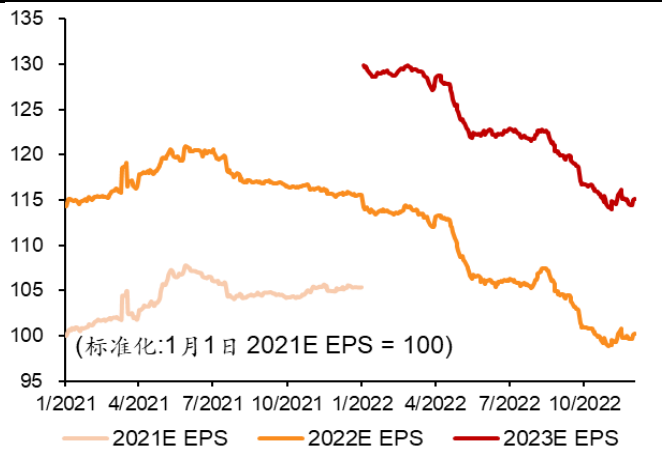


资料来源: MSCI 指数、彭博、招银国际环球市场

盈利预测: 中港股市盈利料重回正轨

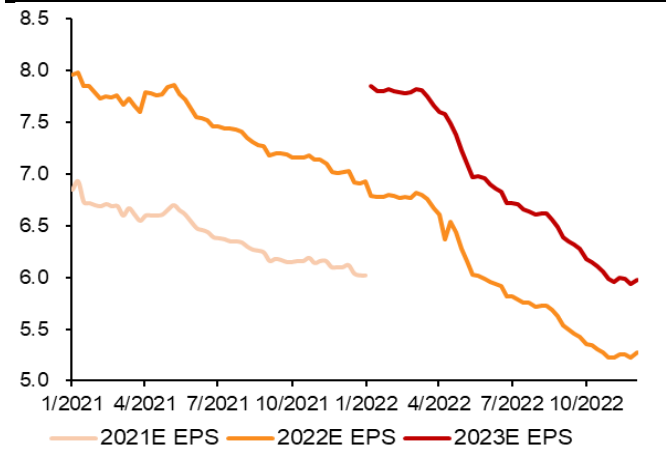
中港股票之企业盈利预测, 于过去一年半持续被市场调低, 于最近一个月初见回稳 (图 39、40)。展望未来两年, 低基数效应料令中港股市盈利回复增长 (图 41-42), 且料增速高于美股 (市场估计标普 500 指数之年度盈利于 2023 年升 6%、2024 年升 9%)。

图 39: 恒生指数之预测盈利*



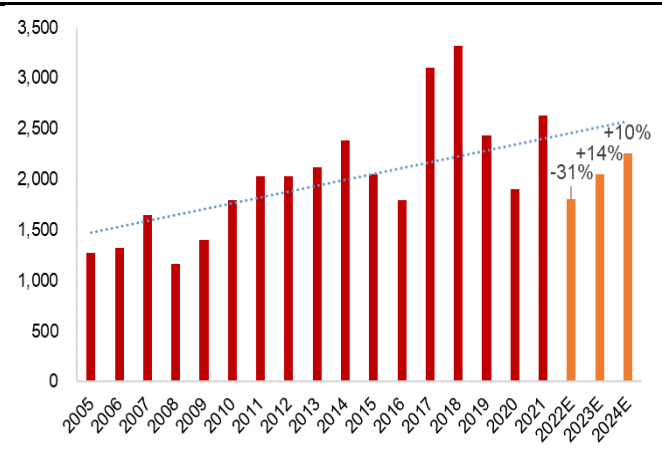
资料来源: 彭博、招银国际环球市场 *调整了成份股变动之影响

图 40: MSCI 中国指数之预测盈利



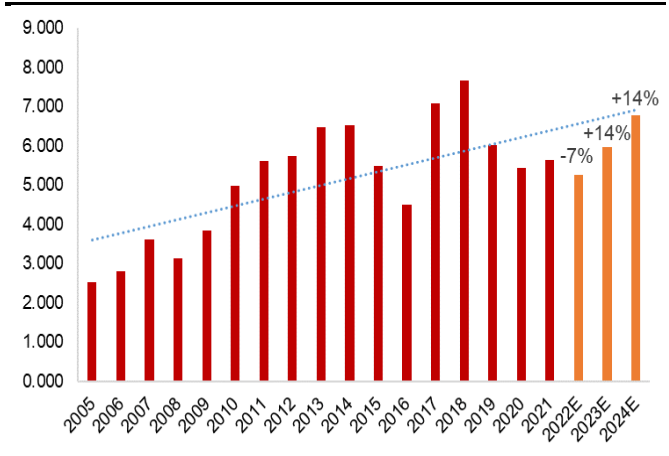
资料来源: 彭博、招银国际环球市场

图 41: 恒生指数之年度盈利



资料来源: 彭博、招银国际环球市场

图 42: MSCI 中国指数之年度盈利

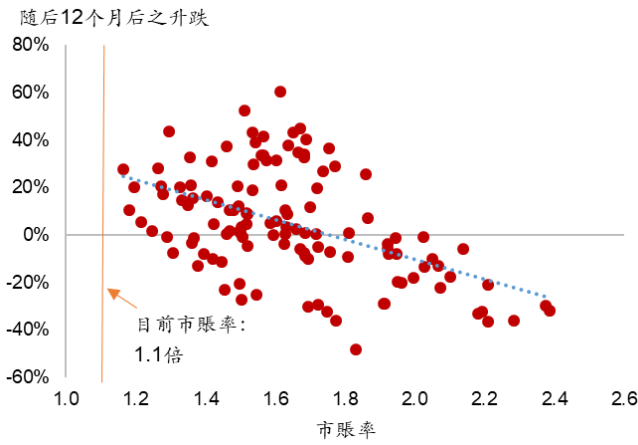


资料来源: 彭博、招银国际环球市场

低估值造就未来一年好表现

经过两年来的疲弱表现，中港股市之估值不单如上所述低于大部份主要新兴市场，亦处于近十年低位，MSCI 中国指数之市账率仅仅约 1.1 倍。正如大部份金融市场，估值于偏高水平时，未来的回报将趋向较低；估值偏低时，未来的回报趋向较高。图 43 显示 MSCI 中国指数过去十年之每月市账率及其后之 12 个月表现，亦反映上述趋势。由此推论，现时位于十年新低的估值，应有助于未来 12 个月录得较佳的回报。

图 43: MSCI 中国指数市账率与其后 12 个月之表现



资料来源：彭博、招银国际环球市场

恒指目标 23500 点

港股于 2022 年 10 尾见底后，大幅反弹，恒生指数之预测市盈率由逾十年低位、较平均值低逾两个标准差，回升至低于平均值约一个标准差。**展望 2023 年，我们预期港股估值仍有向上修复的空间，上半年主要受中国经济修复、防疫政策优化、房地产市场回稳、港股盈利回复增长、美元汇价回落等利好因素推动，下半年美国利率料已见顶甚至小幅降息，亦可能对港股带来某程度的支持。**

但另一方面，港股估值重估的幅度料将受制于 1) 偏低的中国经济增速，2) 欧美面临经济衰退令外来需求转弱，3) 美国利率水平将维持于偏高水平（4 厘以上），4) 地缘政治风险未有消退迹象。

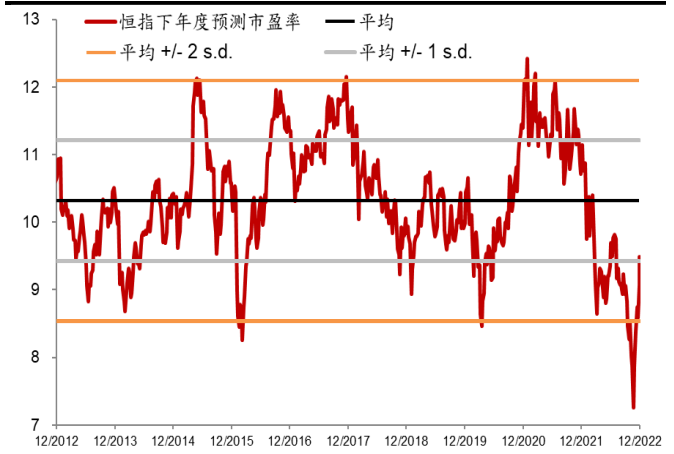
回顾港股之前两次熊市见底后（2016 年、2020 年），恒指之预测市盈率由平均减两个标准差，回升至平均加两个标准差，有如钟摆。不过，今次考虑到上述制约估值的风险因素，**预计恒指于 2023 年之估值仅能回升至平均值，亦即 2023 年预测市盈率 11.4 倍，以 2023 年预测盈利计算，恒指高位料于 23500。**

图 44: 恒生指数之本年度预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际环球市场

图 45: 恒生指数之下年度预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际环球市场

技術分析：恒指升穿降軌，頭肩底目標 22000

恒指于 12 月初升穿了“头肩底”颈线，量度目标约 22000；其后挑战 2021 年 6 月、2022 年 2 月和 6 月高位形成的下降軌，若能升穿，将进一步确认中线走势好转。

图 46: 恒生指數升穿頭肩底頸線和下降軌



资料来源：彭博、招银国际环球市场

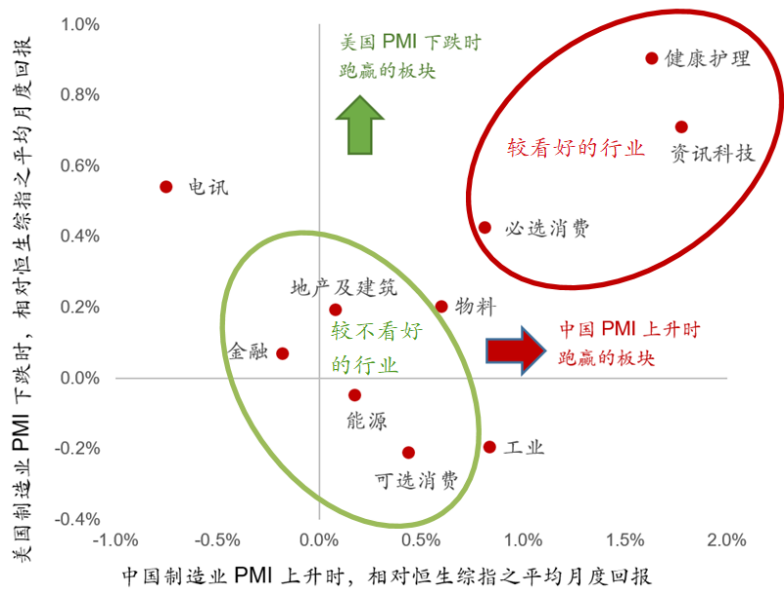
板块配置：偏好受惠中美周期背驰的行业

中美经济现正处于不同周期——美国通胀高企逼使联储局大幅加息，经济正放缓，2023 年可能陷入衰退；中国的货币政策相对宽松、房地产市场回稳、防疫政策逐步优化，支持经济重启，2023 年经济增速料加快。在如此中美经济周期不同步的环境中，对港股各板块应如何配置？

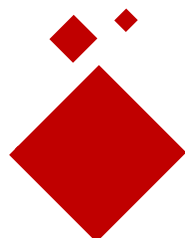
图 17 以制造业采购经理指数（PMI）之升/跌作为经济增速加快/放缓的指标。当中国 PMI 上升时，估值较高的增长股/新经济股（资讯科技、健康护理）倾向跑赢，价值股/旧经济股（电讯、金融、地产、能源）倾向跑输。当美国 PMI 下跌时，中国股票当中周期性较低的行业（资讯科技、健康护理、必选消费、电讯）倾向跑赢，周期性高的行业（能源、工业、可选消费）倾向跑输。

综合而言，由中美经济背驰角度分析，我们较看好资讯科技、健康护理、必选消费股，较不看好金融、地产、能源、可选消费股。

图 47: 各板块于中美经济背驰时之相对强弱



资料来源：彭博、招银国际环球市场



行业展望

- ❖ 中国互联网板块 I - 优于大市
- ❖ 中国互联网板块 II - 优于大市
- ❖ 中国科技板块 - 优于大市
- ❖ 中国软件及 IT 服务板块 - 优于大市
- ❖ 中国医药板块 - 优于大市
- ❖ 中国必需消费板块 - 优于大市
- ❖ 中国可选消费板块 - 优于大市
- ❖ 中国汽车板块 - 优于大市
- ❖ 中国保险板块 - 优于大市
- ❖ 中国房地产板块 - 优于大市
- ❖ 中国工程机械/重卡板块 - 优于大市
- ❖ 中国城市燃气板块 - 同步大市

中国互联网板块 I

优于大市

分析师：贺赛一 - hesaiyi@cmbi.com.hk
 陶冶 - franktao@cmbi.com.hk
 陆文韬 - luwentao@cmbi.com.hk

关注点重回基本面稳健性

前期看疫后复苏行情，中后期看商业模式优越性及业务拓展潜力

回顾 2022 年，互联网板块估值因宏观逆风、监管及地缘政治持续影响、超预期的运营影响等多重扰动因素而承压。展望 2023，经济刺激政策持续出台或有望驱动消费复苏，监管影响有望边际改善，消费复苏行情或有望成为确定性主线，在线旅游、在线广告、金融科技及云服务板块或有望获益。此外，市场关注点或将逐步从短期盈利确定性转向关注核心业务盈利与新增长驱动并重的阶段，我们偏好核心业务具备稳定净资产收益率、新业务发展较为有前景、科技赋能产业效率提升的公司，全年维度的行业首选股为腾讯、阿里巴巴。领先的互联网公司仍在开放技术基础设施方面发挥着主导作用，它们的投资和赋能对支持中国的技术进步仍至关重要，百度在智慧交通及智能驾驶端的变现在 2023 年有望逐步起量。

降本增效，推动行业高质量发展

在宏观环境不明朗、监管环境变化以及疫情反复的影响下，中国互联网行业在 2022 年持续推进降本增效措施，从而在收入增速放缓的情况下，从 3Q22 开始逐步展现出利润率修复的趋势。展望 2023 年，随着收入增长重新加速，互联网公司有望释放杠杆效应，利润率进一步提升。腾讯/阿里巴巴/腾讯音乐/美团/哔哩哔哩的利润率有相对较高提升空间，潜在驱动因素包括：1) 运营/内容/优化新兴业务成本改善推动核心业务毛利率提升；2) 高毛利率广告业务复苏推动整体毛利率提升；3) 销售费用控制及组织架构优化进一步释放效益。

广告和游戏市场有望迎渐进恢复

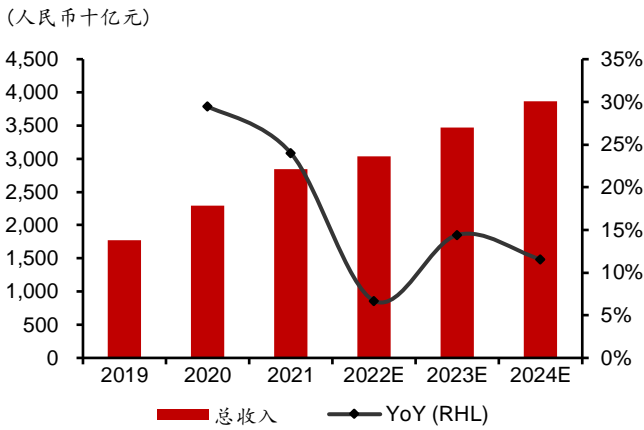
展望 2023 年广告市场，我们认为腾讯/哔哩/百度等社交媒体平台广告收入具备较高增长弹性，主因 1) 宏观回暖带动媒体平台品牌广告预算恢复；2) 社交媒体平台广告业务面对相对更低的基数，相关监管影响已在 2022 年被充分消化。我们测算主要社交媒体平台广告收入 2023 年同比增长 16%。2023 年中国游戏市场有望回归增长轨道，得益于 1) 版号审批常态化推动游戏市场产品供应恢复；2) 产业基本消化未成年人防沉迷监管影响；3) 较低的收入基数。头部游戏公司腾讯和网易凭借优质游戏及领先运营能力，持续提升市场份额。

电商：关注重点或逐步转向核心盈利能力与新增长驱动并重

2022 年电商行业增长受到宏观环境逆风及疫情反复影响而增速放缓（10M22 实物商品网上零售额同比增长 7.2% vs 2021 年 12.0%）。展望 2023 年，随着经济刺激政策逐步出台及新电商形式持续渗透（直播电商&即时零售），国内电商板块有望迎来复苏，我们预测实物商品网上零售额将同比增长 12.0%。我们预计电商平台国内业务仍将深抓核心用户基本盘，通过提升用户体验驱动复购提升及跨品类销售以驱动有质量的增长，同时公司也将借力中国的产业链优势携手商家出海以打开长期增长空间。我们预期市场的关注点将逐步从短期盈利确定性转向关注核心业务盈利能力与新增长驱动并重的阶段。

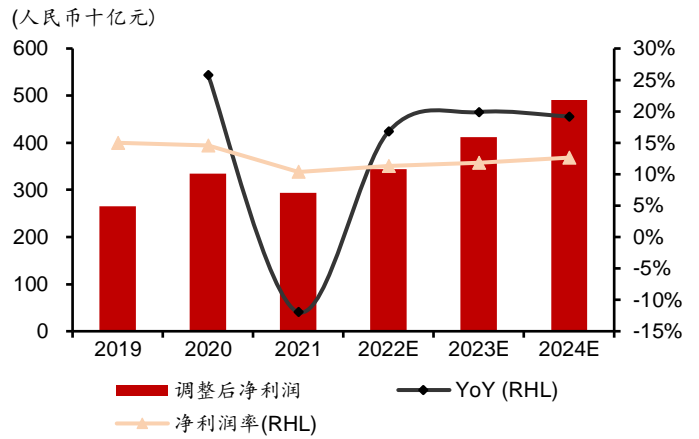
重要图表

图 48: 主要互联网公司: 总收入趋势



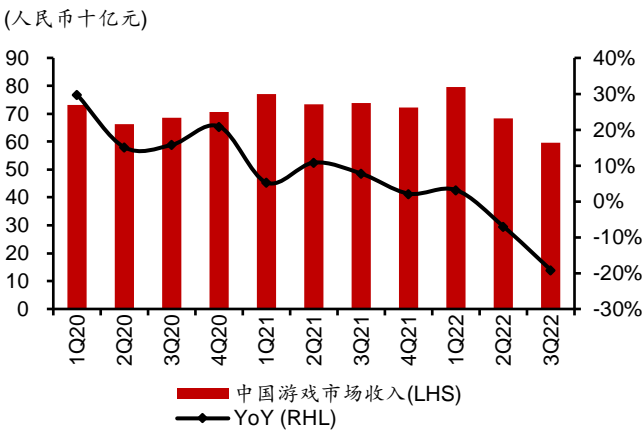
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 49: 主要互联网公司: 总调整后净利润趋势



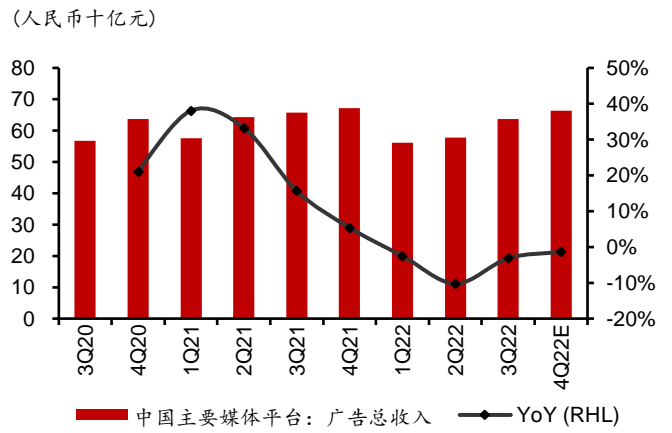
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 50: 中国游戏市场: 收入趋势



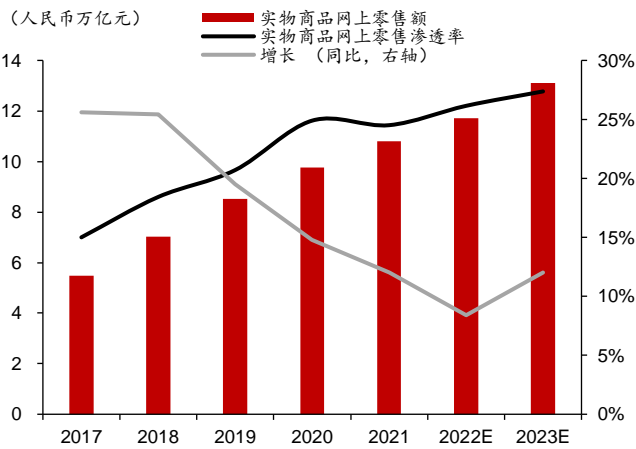
资料来源: 伽马数据, 游戏工委, 招银国际环球市场

图 51: 中国主要媒体平台: 广告收入趋势



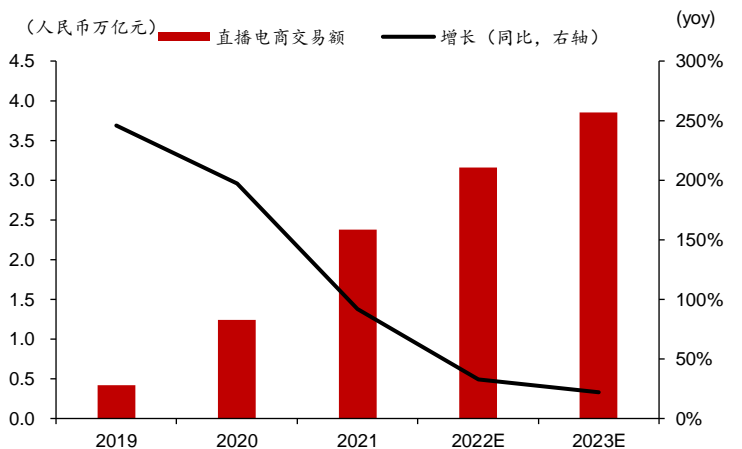
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 52: 实物商品网上零售额及同比增速



资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场预测

图 53: 直播电商交易额及增长预测



资料来源: 艾瑞咨询, 招银国际环球市场预测

互联网行业：降本增效，推动行业高质量发展

2022 年在宏观环境不明朗、监管环境变化以及疫情反复影响下，中国互联网行业持续推进降本增效措施，从而在收入增速放缓的情况下维持了利润率提升。据我们预测，2022 年中国主要互联网公司整体调整后净利润率同比提升 1pct 至 11.3%，且在 FY23/FY24 年收入增长恢复以后持续释放杠杆效应，调整后净利润率进一步提升至 FY23/FY24 的 11.8/12.7%。

腾讯降本增效措施推动公司自 3Q22 起重回盈利增长轨道，FY23 盈利增长有望重新加速。3Q22 公司调整后净利润同比增长 2%，对应净利率同比提升 0.7pct 至 23.0%，主要得益于三方面降本增效措施：1) 缩减在游戏、视频、音乐等领域的不必要营销开支，9M22 销售费用同比下降 20%；2) 控制员工数及员工成本，人效持续提升，3Q22 末总员工数较 1Q22 末峰值下降 6%（约 7400 人）至 10.9 万人；3) 云计算业务战略调整，主动缩减亏损业务规模，发展高毛利率的自研产品业务。

阿里巴巴 3Q22（2QFY23，财年结于 3 月）盈利重回增长轨道，主因不同业务板块提高运营效率的战略举措在持续展现成效。2QFY23，淘宝特价版、淘菜菜和盒马的合并亏损同比收窄 49 亿元，来自国际商业/本地生活服务的调整后 EBITA 亏损同比收窄 15 亿元/30 亿元。公司整体调整后的 EBITA 同比增长 29%至 362 亿元人民币。我们预计较为严格的成本控制及经营效率提升将在 2HFY23 继续推动调整后 EBITA 增长，预计 FY23 全年 EBITA 将同比增长 17%至 1,530 亿元。展望 2023 年，公司核心高质量用户群体具备粘性有望支撑降本增效举措持续，且长期增长驱动力之一的云业务随着非互联网行业数字化需求提升营收增长有望重新加速。

美团或为疫后复苏的主要关注标的之一。2022 年尽管公司营收端受到疫情反复的影响，且核心高线城市的恢复情况相对低线城市更为波折，但公司通过降低用户补贴提升外卖业务的盈利能力，及有效的成本管控举措驱动利润率提升。我们预计 2022 年调整后的净利润率将同比提升 9.7pp 至 1.0%。美团核心本地生活板块具备稳定的盈利能力，且有望在 2023 年受益于疫情防控政策逐步放松，且美团已经建立了一个本地履约网络，累积了庞大的商家群体和一群忠实的对美团平台具备很强心智的用户，这有助于美团抵御竞争且支撑长期增长。

受益于降本增效措施，腾讯音乐 2022 年调整后净利润率预计同比提升 3.3pct 至 16.6%，主因 1) 音乐版权价格合理化推动音乐业务毛利率提升；2) 销售费用的严格控制。展望 2023 年，我们认为公司净利润率仍有提升空间，主要由音乐业务毛利率改善所驱动，而销售费用的进一步改善空间相对有限。随着 2023 年音乐版权价格持续合理化以及高毛利率广告业务恢复，公司音乐业务毛利率中长期仍有提升空间。

哔哩哔哩 2023 年亏损有望显著收窄，主因：1) 公司整体毛利率持续提升，得益于高毛利率广告业务复苏叠加直播业务毛利率改善；2) 运营费用控制，2023 年公司将减少获客投入，业务重点从 MAU 增长转移至 DAU 增长以及用户质量提升；公司将在 2022 年底完成组织架构调整，缩减 ROI 较低的投资项目（如部分游戏研发项目），进一步控制 2023 年的研发费用。

百度的广告业务需求恢复，尽管受到疫情反复的影响而较为波折，但我们预计2023年负面影响进一步扩大的空间或较为有限，广告业务营收有望随着宏观经济的复苏而恢复。我们预计百度核心搜索+信息流广告营收2023年将同比增长6.6% (9M22: -5.9%) 广告业务产生的现金流将持续为新业务的投资提供强有力的支持。我们仍对百度云及智能驾驶的长期增长有信心。百度已经建立了广泛的行业和生态系统合作伙伴关系，在AI云和自动驾驶领域享有先发优势，新技术目标路线清晰。我们预计百度云将在2023-2024年维持快于同业的营收增长，这将受益于其在智能交通、智能制造、能源及公用事业等垂直行业的比较优势所推动。此外，Apollo自动驾驶(ASD)业务方面，我们预计随着合作车辆的量产下线，大规模营收将从2H23起开始计入，或为公司估值带来重估。

图 54: 中国互联网行业：调整后净利润率趋势

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
阿里巴巴	26.0%	24.0%	16.0%	16.8%	16.9%	16.8%
腾讯	25.0%	25.5%	22.1%	21.0%	21.7%	22.6%
百度	16.9%	20.6%	15.1%	16.4%	14.9%	16.1%
美团	4.8%	2.7%	-8.7%	1.0%	5.1%	9.0%
京东	1.9%	2.3%	1.8%	2.5%	2.7%	3.3%
拼多多	-14.2%	-5.0%	14.7%	25.9%	26.2%	27.1%
哔哩哔哩	-16.0%	-21.9%	-28.4%	-32.0%	-15.7%	-6.0%
腾讯音乐	19.3%	17.0%	13.3%	16.6%	16.7%	17.5%
云音乐	-68.2%	-32.0%	-14.9%	-3.8%	0.6%	3.8%
微博	36.1%	32.4%	31.8%	26.3%	28.6%	28.9%
携程	18.3%	-5.0%	6.8%	5.8%	16.5%	20.4%
整体净利润率	15.0%	14.6%	10.3%	11.3%	11.9%	12.7%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

注：阿里巴巴2022-2024E数据对应FY23-25财务预测

社交娱乐：渐进复苏

在线广告：2023年社交媒体广告具备较高增长弹性

回顾2022年，中国在线广告市场需求承压，但交易转化链路更短的电商效果广告表现具备韧性，显著好于社交媒体平台广告表现。据彭博一致预期以及我们对主要公司广告收入预测，主要社交媒体平台/电商平台广告相关收入在2022年分别同比下滑4%/同比增长8%，4Q22电商平台相关广告收入的复苏趋势也好于社交媒体平台，4Q22E社交媒体平台/电商平台广告相关收入分别同比下滑1%/同比增长11%。我们认为2022E社交媒体广告表现较弱主因：1) 在宏观环境不明朗的情况下，广告主将广告预算由品牌广告转移至效果广告，更关注短期销售转化，减少长期品牌建设投入；2) 受监管及宏观环境影响，社交媒体平台上部分主要广告行业大幅缩减广告预算。据AppGrowing数据，主流社交媒体平台上游戏/教培/金融行业广告投放数占比由3Q21的21.2%/5.4%/4.7%降至3Q22的16.7%/不足4%/4.3%。

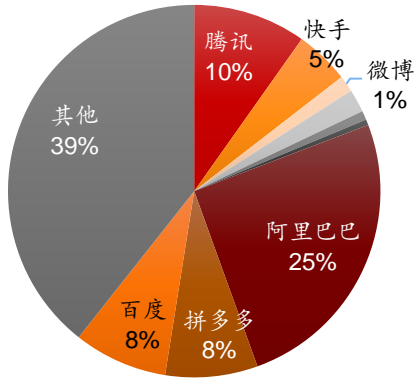
展望2023年，我们认为腾讯、百度、哔哩哔哩等社交媒体平台广告收入将具备更高增长弹性，主因1) 宏观环境回暖有望带动品牌广告预算恢复；2) 社交媒体平台广告业务面对相对更低的基数，相关监管影响已在2022年被充分消化。据彭博一致预期和我们测算，主要社交媒体平台/电商平台广告相关收入在2023年分别同比增长16%/14%。

图 55: 中国广告平台：收入趋势

(人民币百万元)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	2023E
社交媒体 (广告收入)												
腾讯	21,351	24,655	21,820	22,833	22,495	21,518	17,988	18,638	21,443	22,144	80,213	93,580
百度	18,361	18,849	16,177	19,003	19,390	19,058	15,592	17,074	18,747	18,903	70,316	79,246
快手	6,181	8,511	8,558	9,962	10,909	13,236	11,351	11,006	11,589	12,370	46,317	56,930
小米	3,300	3,700	3,900	4,500	4,800	4,900	4,500	4,500	4,700	5,030	18,730	21,165
微博	2,883	2,959	2,563	3,265	3,495	3,510	2,768	2,487	2,695	3,028	10,978	12,386
汽车之家	2,316	2,483	1,842	1,938	1,764	1,694	1,471	1,733	1,843	1,864	6,912	7,326
哔哩哔哩	558	722	715	1,049	1,172	1,588	1,041	1,158	1,355	1,645	5,199	7,215
爱奇艺	1,840	1,859	1,917	1,825	1,660	1,665	1,337	1,194	1,247	1,282	5,060	5,351
总计	56,789	63,739	57,491	64,376	65,684	67,169	56,048	57,791	63,619	66,267	243,725	283,199
YoY	15.8%	21.1%	38.1%	33.3%	15.7%	5.4%	-2.5%	-10.2%	-3.1%	-1.3%	-4.3%	16.2%
电商 (广告相关收入)												
阿里巴巴	50,292	75,001	45,330	58,836	50,600	72,319	46,779	53,505	46,992	67,197	212,650	227,692
拼多多	12,878	18,922	14,111	18,080	17,947	22,425	18,158	25,173	28,426	37,663	109,420	128,550
京东	12,412	17,481	14,120	18,985	16,775	22,239	17,676	20,742	18,954	25,564	82,936	101,182
美团	5,660	6,061	5,665	7,216	8,022	8,183	7,019	7,317	8,663	7,824	30,823	40,825
总计	81,242	117,465	79,226	103,117	93,343	125,165	89,632	106,736	103,035	138,248	435,829	498,250
YoY	30.2%	31.5%	62.4%	27.5%	14.9%	6.6%	13.1%	3.5%	10.4%	10.5%	8.3%	14.3%

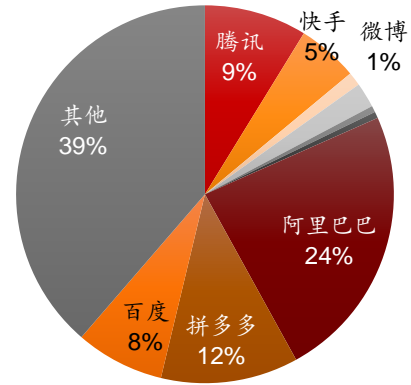
资料来源：彭博，公司资料，招银国际环球市场预测

图 56: 中国在线广告市场：收入份额（2021）



资料来源：艾瑞咨询，招银国际环球市场预测

图 57: 中国在线广告市场：收入份额（2022E）



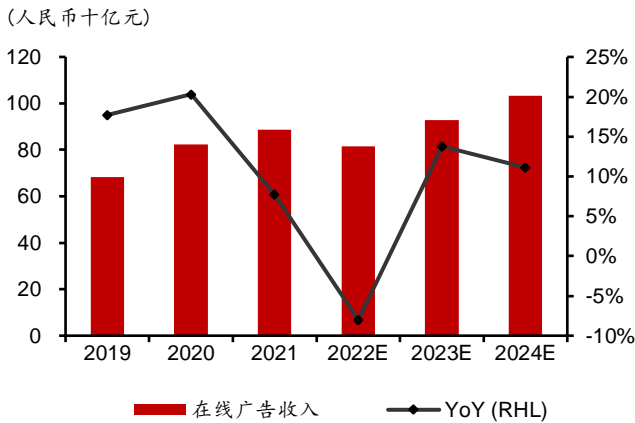
资料来源：艾瑞咨询，招银国际环球市场预测

腾讯：我们预计腾讯 2023 年广告收入同比增长 14%，主要得益于微信视频号增量广告收入贡献、整体广告需求复苏以及低基数效应。腾讯微信广告生态展现较高韧性，微信视频号信息流广告自 3Q22 推出以来商业化发展迅速，管理层预计 4Q22 视频号单季度广告收入有望超 10 亿元。2023 年微信视频号商业化或进一步加速，我们预计全年有望贡献约 130 亿元收入，占 2023 年广告收入的 14%。

哔哩哔哩：我们预计哔哩哔哩 2023 年广告收入同比增长 30%，主要驱动因素包括：1) Story Mode 及广告基础设施发展推动效果型广告快速增长；2) 品牌广告主预算恢复。受益于广告基建完善以及 Story Mode VV 占比提升，公司 3Q22 效果型广告收入同比增长超 50%，但由于品牌广告主缩减预算，公司 3Q22 整体广告收入仅同比增长 16%。展望 2023 年，预计 Story Mode 的 VV 占比有望进一步提升（当前 mid-20%，公司长期目标 50%），进一步拉动广告商业化效率提升。

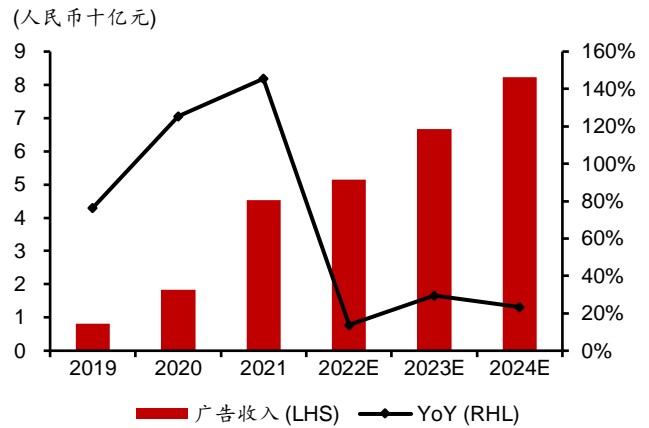
微博：我们预计微博 2023 年广告收入同比增长 8%（固定汇率下），宏观环境和消费复苏将推动平台主要广告主行业的预算恢复。分季度看，我们预计微博广告收入增长拐点将于 2Q23E 起开始显现；1Q23E 公司广告收入仍面临压力，主因较高基数、缺少 1Q22 冬奥会事件带动广告预算提升以及消费复苏反映到广告预算上仍需时间。

图 58: 腾讯: 在线广告收入



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 59: 哔哩哔哩: 在线广告收入趋势

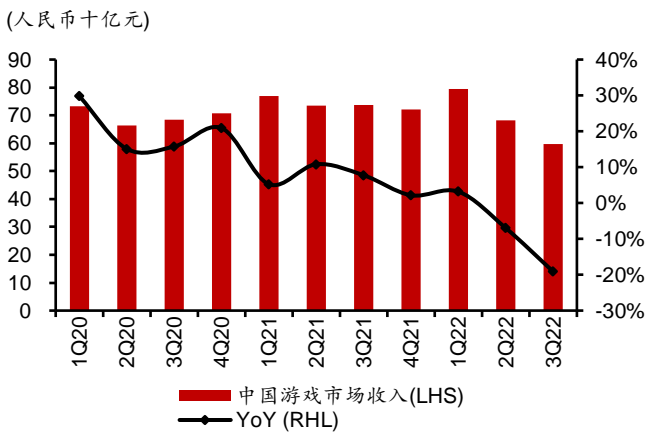


资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

在线游戏: 龙头市场份额持续提升, 游戏出海仍是战略重心

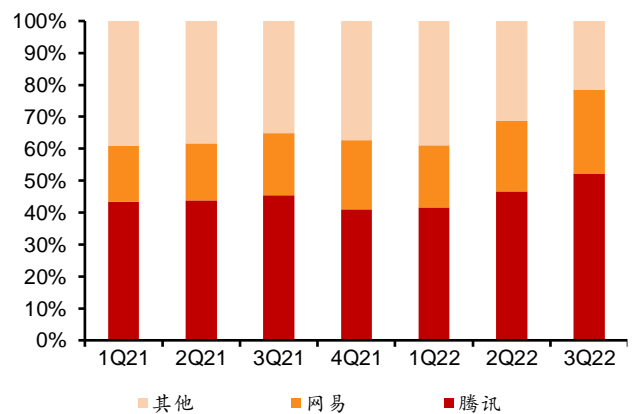
国内游戏方面, 2023 年国内游戏市场有望重回增长轨道, 主因 1) 游戏版号审批常态化推动游戏产品供应恢复; 2) 产业已基本消化未成年人防沉迷监管的影响; 3) 相对较低的收入基数。受监管环境变化影响, 3Q22 中国游戏市场收入同比下降 19%至 597 亿元, 但头部游戏公司腾讯和网易凭借优质的游戏产品以及行业领先的运营能力, 市场份额进一步提升。3Q22 腾讯/网易在中国游戏市场的收入份额分别达到 52.3/26.2%, 对比 3Q21 的 45.5/19.4%显著提升。

图 60: 中国游戏市场: 收入趋势



资料来源: 游戏工委, 招银国际环球市场

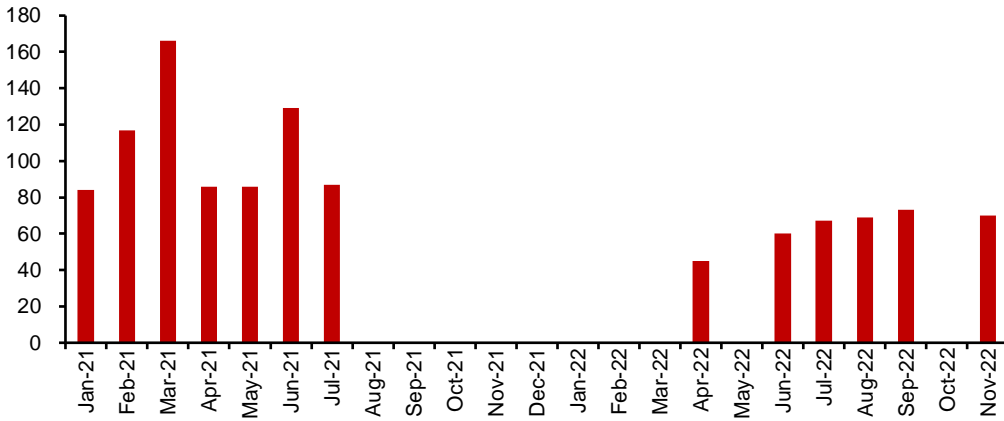
图 61: 中国游戏市场: 收入份额



资料来源: 游戏工委, 招银国际环球市场预测

游戏版号审批常态化, 未成年人防沉迷监管已被充分消化。游戏版号方面, 2022 年 4 月以来, 国家新闻出版署已累计发放 384 个游戏版号, 腾讯、网易和哔哩哔哩等头部游戏公司均有版号获批, 游戏版号发放持续常态化。防沉迷监管方面, 在 2021 年 9 月游戏防沉迷新规落实后的一年后, 未成年人游戏时长及消费均有显著减少, 据伽马数据调研, 2022 年每周游戏时长在 3 小时内的未成年人占比已达 75.5%, 相较于 2021 年的 67.8%显著提升; 腾讯 2022 年 7 月未成年人游戏时长同比下降 92%, 未成年人在国内游戏时长的占比仅为 0.7%

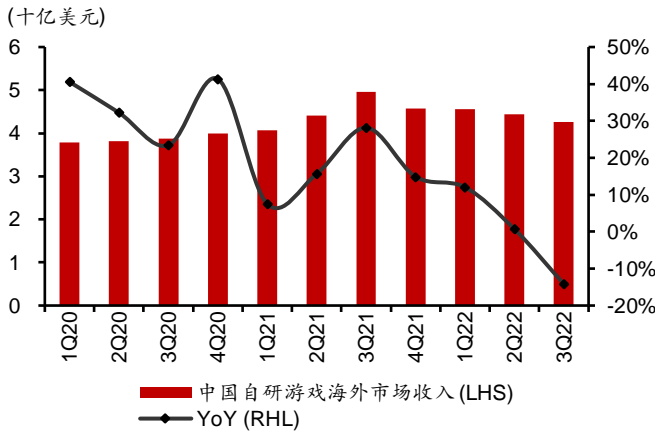
图 62: 国内游戏版号发放情况



资料来源：游戏工委，招银国际环球市场

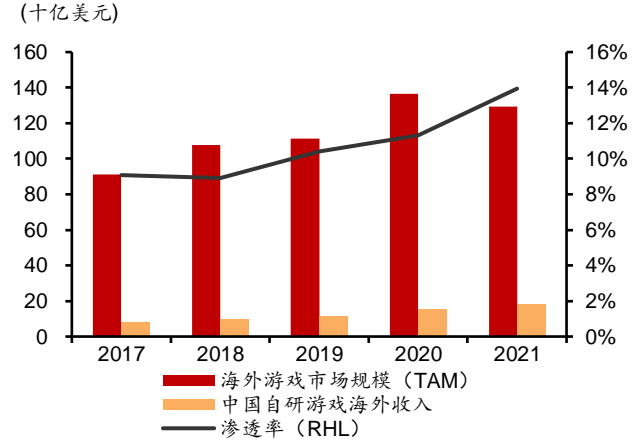
海外游戏方面，短期海外游戏市场增长承压，但游戏出海业务长期空间仍然广阔。受后疫情时期海外游戏市场用户活跃度及用户支出回落影响，3Q22 中国自研游戏海外收入同比下降 14% 至 43 亿美元。然而中国自研游戏产品在海外游戏市场仍然有较大发展空间，2021 年中国自研游戏收入达 180 亿美元，仅占海外游戏市场规模的 14%。随着中国游戏厂商持续投资于全球研发与发行能力，面向全球市场推出游戏产品，中国自研游戏在海外游戏市场的份额有望继续提升。

图 63: 中国自研游戏海外收入



资料来源：游戏工委，招银国际环球市场

图 64: 中国自研游戏收入 vs 海外游戏市场 TAM



资料来源：Newzoo，游戏工委，招银国际环球市场

腾讯：我们预计腾讯 2023 年游戏收入同比增长 8%。国内业务方面，预计高期待值手游《黎明觉醒》有望在 2023 年上线并贡献增量收入，目前该游戏全平台预约数已超 2,000 万人，参考腾讯手游平均季度 ARPU 水平（275-285 元人民币）和 c.25% 的付费率假设，测算年流水贡献可达约 28 亿元，约占公司 2023 年游戏收入约 2%；海外业务方面，23 年《PUBG Mobile》海外流水有望在行业调整期过后逐渐企稳，22 年 11 月上线的重磅海外新游如《胜利女神:Nikke》和《Warhammer 40,000: Darktide》有望在 23 年贡献增量海外收入。

网易：我们预计网易 2023 年游戏收入增长相较于 2022 年或面临更大压力，主因重磅新游上线节奏的能见度相对较低。但凭借公司加强对老游戏 IP 的运营与变现，网易游戏业务仍有望实现快于行业的增长。网易当前重点游戏储备包括：**1) 逆水寒手游：**研发进展顺利，若游戏 1H23 以前能获得游戏版号，有望在 2023 年上线并贡献增量收入；**2) 永劫无间手游：**仍处于相对早期的研发阶段，同时游戏尚未获取版号，预计将在 2024 年或以后上线；**3) 哈利波特：魔法觉醒：**1H23E 海外上线；**4) 大话西游 H5：**1H23E 国内上线。

图 65: 主要游戏管线

游戏	类型	自研/代理	上线时间	版号
腾讯				
黎明觉醒	生存	自研	2023E	有
全境封锁 2	射击	代理	2023E	有
合金弹头：觉醒	动作	自研	2023E	有
王者荣耀代号：世界	开放世界 MMO	自研	TBD	无
代号：致金庸	开放世界 MMO	自研	TBD	无
Clash Mini	自走棋	自研	TBD	无
Clash Heroes	RPG	自研	TBD	无
网易				
隐世录	卡牌	自研	2023E	有
大话西游：归来 (H5)	MMOPRG	自研	2023E	有
哈利波特：魔法觉醒 (海外)	卡牌	自研	2023E	有
逆水寒手游	MMORPG	自研	2023E	无
永劫无间手游	多人动作竞技	代理	TBD	无

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

电商&本地生活服务：深抓核心用户基本盘，探索增长新动能

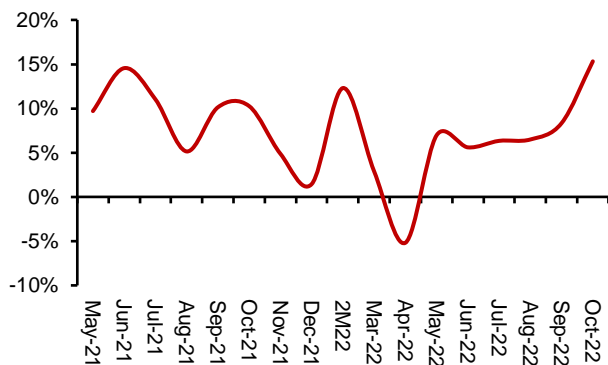
2022 年电商行业增长受到宏观环境逆风影响消费情绪及疫情反复影响履约的影响，10M22 实物商品网上零售额仅同比增长 7.2%（2021：12.0%）。展望 2023 年，随着经济刺激政策逐步出台带动消费复苏，及疫情防控举措持续向更精准的方向迈进缓和履约端的影响，我们预计国内电商板块 2023 年有望迎来复苏，实物商品网上零售额将同比增长 12.0%。

我们预计电商平台在国内业务方面仍将深抓核心用户基本盘，通过提升用户体验驱动复购提升及跨品类销售以驱动有质量的增长，与此同时公司也将借力中国的产业链优势携手商家出海以打开长期增长空间。我们预期在行业整体 beta 反弹行情结束后，市场的关注点将逐步从短期盈利确定性转向关注核心业务盈利能力与新增长驱动并重的阶段，我们看好核心业务具备稳健盈利能力，且新业务增长处于正轨的公司。我们维持对阿里巴巴、拼多多、美团、京东的买入评级。

国内电商：深抓核心用户基本盘，专注有质量的增长

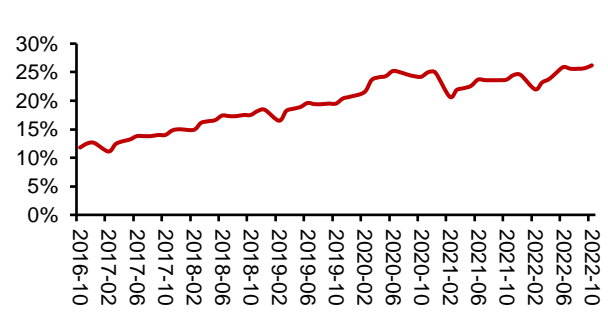
整体数据显示消费情绪回暖仍需信心提振。2022 年 10 月，社会消费品零售总额同比下降 0.5%，除汽车外零售总额同比下降 0.9%，表明整体消费情绪仍然疲弱。此外，2022 年 10 月餐饮收入为 4,099 亿元，同比下降 8.1%（6/7/8/9 月：-4.0/-1.5/+8.4/-1.7%），或部分归因于线下活动受限。

图 66：中国：实物商品网上零售当月同比增速



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 67：中国：实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重



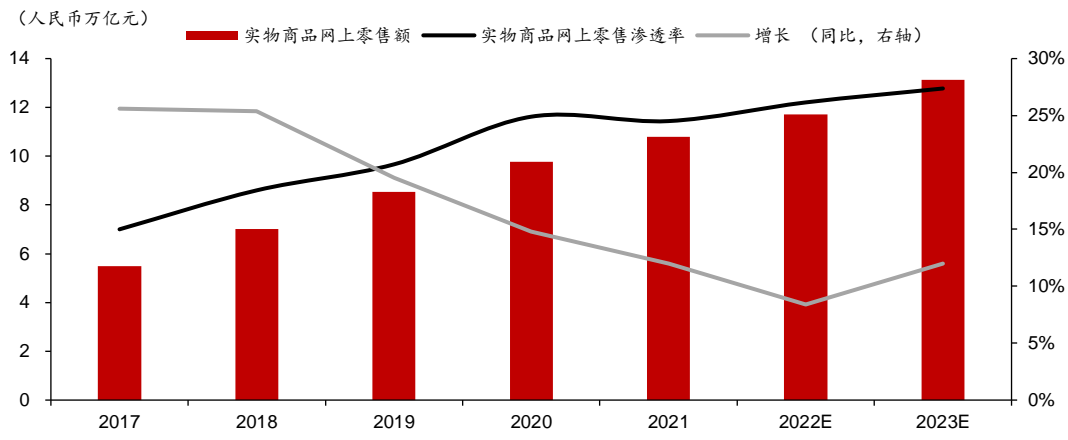
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

据国家统计局数据，10 月实物商品网上零售额同比增长恢复至 15.3%（3Q22：同比增长 7.1%），我们认为这可能主因：1）线下活动受限叠加直播电商加强渗透导致消费者转向线上渠道；10 月实物商品网上零售渗透率环比上月增长 0.5pp 至 26.2%（10M21：23.7%），是过去五年里单月线上渗透率环比增长最强的 10 月；2）更大一部分双十一零售额落入十月统计区间，如星图数据统计显示大促第一阶段综合电商 GMV 占全周期 GMV 的 35.8%（2021 年双十一为 34.8%）。

低线城市渗透及品类扩张仍将是实物商品网上零售额增长的重要驱动因素，而短期疫情反复或将暂时推升购物习惯向线上转移。我们预计 4Q22 和 2023 年网络零售额同比增长将基于较低和基数和消费回暖而持续回升，但强劲的增速能否持续取决于消费信心的恢复速度。我们预计 2023 年实物商品网上零售额将同比增长 12%，在社会消费品零售总额中的渗透率将提升至 27.4%。品类扩张及低线城市渗透仍为主要的支撑因素，而透过新的形式解决

用户痛点、提供更好的消费体验（如直播电商满足兴趣购物需求、同城零售满足时效性需求）或也将驱动线上渗透率的进一步提升。

图 68: 中国：实物商品网上零售额及增长预测

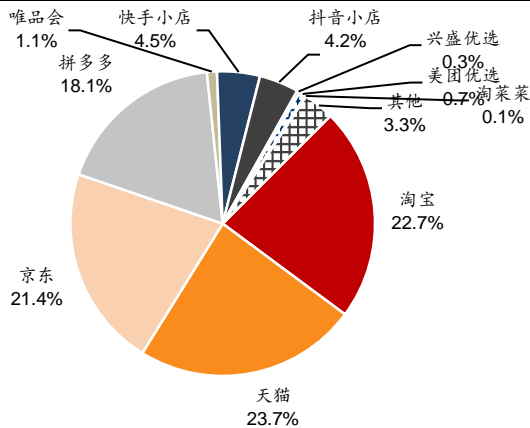


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

回顾 2022 年，电商平台专注有质量的增长，在满足核心用户群体需求的同时也在持续渗透不同的消费圈层，借力已经建立的优势拓展新增量。如阿里巴巴已成功实现全市场覆盖，通过独立的淘特 App 满足性价比人群的需求，而淘菜菜的发展挖掘了一部分已有用户群体的生鲜购买需求，同时带来了新的用户增量。直播电商、拼多多借力流量优势及高效的人货匹配能力持续向品牌商品进军。与此同时美团通过低线城市人群的生鲜需求逐步拓展其他电商类目，进一步深化电商业务布局。

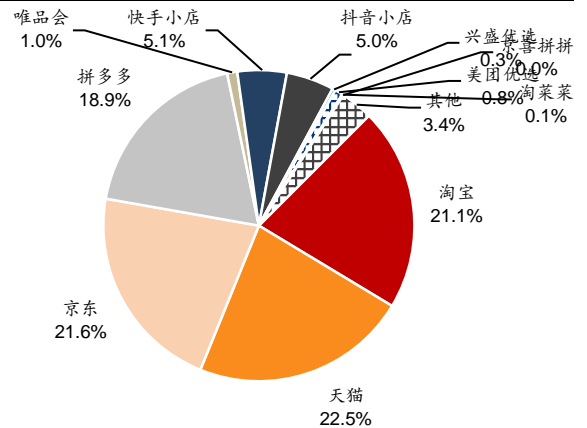
展望 2023 年，我们预计拼多多及直播电商平台仍有望提升自己的市场份额，阿里巴巴的市场份额或仍将承压，但公司的核心基本盘仍稳固，或将受益于消费复苏趋势。就拼多多而言，每用户平均营收 (ARPU) 的提升将支撑拼多多的 GMV 增长，而品牌商品持续进驻拼多多的平台、及高单价商品陆续进驻拼多多平台，将为 ARPU 提升带来支撑。阿里巴巴市场份额或仍承压，但我们预期公司持续投入以优化用户体验的举措，如深化内容布局及优化履约体验有望帮助公司维持核心高质量用户群体的粘性。据阿里巴巴官方公告，截至 2022 年 9 月 30 日的 12 个月，在淘宝和天猫消费超过一万元人民币的消费者数维持在 1.24 亿，并有 98% 的留存率，展现了其留存高端消费者的能力。京东市场份额提升的速度或放缓，主因带电品类的线上渗透率及京东的市占均已处于较高水平，且公司在非带电品类调整策略，相对规模扩张更加注重精细化运营。

图 69: 中国：电商市场份额拆分（交易额口径；2022E）



资料来源：国家统计局，公司资料，招银国际环球市场估算
注：1) 对于直播电商平台，我们使用其小店产生的 GMV 来计算 GMV 份额，以避免重复计算；2) 我们假设直播电商平台的退货率为 30%，其他电商平台为 17%（主因疫情影响履约）。

图 70: 中国：电商市场份额拆分（交易额口径；2023E）

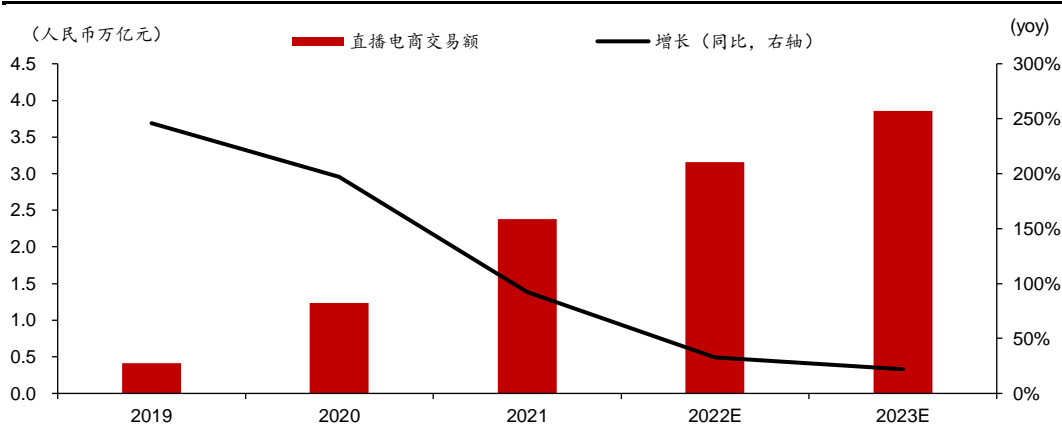


资料来源：国家统计局，公司资料，招银国际环球市场估算
注：1) 对于直播电商平台，我们使用其小店产生的 GMV 来计算 GMV 份额，以避免重复计算；2) 我们假设直播电商平台的退货率为 25%，其他电商平台为 15%。

直播电商：深化用户渗透以维持相对行业更快的增速

因其互动及内容属性可以帮助商家在部分展示属性较强的类目进行更高效的进行用户触达，直播电商 2022 年仍维持了相对行业更快的增速。与此同时，在封控的时间里，消费者有更多的时间在网上停留，基于消费者兴趣及标签进行推荐的直播电商也更好的满足了消费者需求，从而维持稳健增长。

图 71: 直播电商：GMV 增长及预测



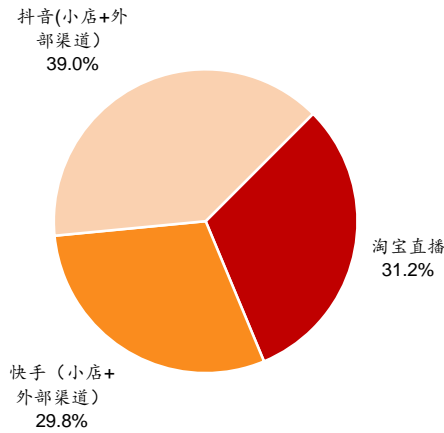
资料来源：艾瑞咨询，招银国际环球市场预测

据艾瑞咨询和我们的预测，直播电商 GMV 在 2022 年达到 3.2 万亿元人民币，同比增长 33%，我们预计这一市场规模在 2023 年同比增长 22% 至 3.9 万亿元，进一步深化直播电商形式在现有用户群体中的渗透将是主要支撑因素。我们预计直播电商 GMV 在整体网上零售额中的占比将由 2021 年的 18.2% 提升至 2023 年的 24.6%。

星图数据显示 9M22 抖音/快手/淘宝三大直播电商平台 GMV 份额分别为 40.5/32.0/27.5%。我们认为淘宝直播市场份额下降或主因头部主播暂停直播影响，但随着淘宝直播生态持续优化，其市场份额或有望重新提升。据阿里巴巴数据，双十一促销活动期间，其平台上新主播预售引导成交同比增长近 684%，腰部主播预售引导成交同比增长 365%、直播机构预

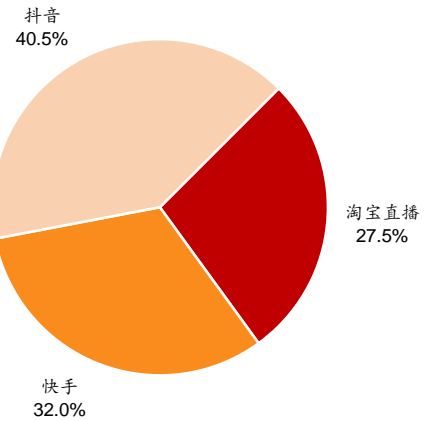
售引导成交同比增长 165%。此外，截至 2022 年 11 月的 12 个月里，淘宝新增超过 50 万名新主播，有超过 100 家直播机构入驻淘宝。

图 72: 三大直播电商平台 GMV 份额 (2020)



资料来源：36kr，公司资料，招银国际全球市场估算

图 73: 三大直播电商平台 GMV 份额 (9M22)



资料来源：星图数据，招银国际全球市场

微信视频号仍处于搭建直播电商生态的早期阶段，入驻品牌、达人数量以及 GMV 体量相对较小，但平台的带货生态具备一定差异化属性，包括高私域流量占比（来自商家小程序、公众号的用户流量占比超 50%）以及高线城市用户占比较高（1-3 线城市用户占比 65%）。2021 年末视频号直播带货销售额较 2021 年初增长超 15 倍，平均客单价和复购率分别达到 200 元和 60% 以上；直播带货前三大品类包括服饰家居、食品生鲜以及个护美妆。未来视频号将围绕三大重心发展直播带货生态，包括：1) 持续优化交易工具，提升商家小程序能力，节省商家开店成本与效率；2) 继续发展视频号直播间场景，让商家更好地获取公域流量；3) 公私域联动，商家私域流量与视频号直播间公域流量互相导流。

快手电商围绕“四个大搞”持续推进直播电商生态建设：1) 大搞信任电商，包括打击假冒伪劣产品、提高消费者权益保障，从而提升新客转化率和消费者复购率，3Q22 快手电商复购率同比提升 1.1pct；2) 大搞快品牌，2022 年目标扶持超 500 个从快手电商生态成长的标杆快品牌，3Q22 快品牌数量环比高双位数增长，电商商品交易总额占比持续提升；3) 大搞品牌，帮助头部品牌在快手上沉淀私域流量；4) 大搞服务商，提高商家服务能力，2Q22 已有超 2,000 名商家在快手服务商赋能下实现 GMV 增长。

抖音电商 2022 年将兴趣电商升级为全域兴趣电商，重点发力抖音商城和搜索等“人找货”的场景，以满足抖音电商用户持续增长的主动购物需求。2022 年 4 月抖音有商品意图的搜索行为同比增长 217%，抖音商城支付用户数同比增长 4.3 倍。2022 年 4 月平台货架场景 GMV 占比为 20%，2022 年 11 月占比进一步提升至 27%，抖音目标长期货架场景 GMV 占比将达到 50%。

图 74: 抖音: 全域兴趣电商框架



资料来源: 抖音电商生态大会, 招银国际环球市场

电商出海: 借力本土供应链优势, 打开长期增长空间

在国内电商整体增长逐步趋缓的情况下, 依托中国在制造业的产业链优势, 电商出海或将帮助电商平台打开长期增长空间, 且随着中国主营业务在经济回暖的情况下逐步回归正常经营轨道, 电商平台在出海及长期增长驱动力上的投资或将重新加速。

■ 美国市场: 借力中国供应链优势, 错位竞争赢取发展机遇

拼多多旗下 Temu 发展初期将目标市场选定为美国, 我们认为机遇主要在于中国的产业带及供应链优势, 能助力拼多多提供相较美国本土供应商更便宜且选择更多样化的商品, 从而支撑业务扩张。尽管美国电商市场已经相对成熟, 我们认为拼多多仍有望借力中国的产业带及供应链优势取得快速发展, 短期关注点主要在于用户获取, 而中长期关注点在于获客及用户复购的提升。

图 75: 美国: 社会消费品零售总额分拆

品类	2022 年
汽车及零部件	24.4%
其他	23.5%
食品及饮料	18.4%
健康及个人护理	9.9%
服饰	7.6%
家居家装	6.2%
电脑及消费电子	5.3%
玩具及兴趣爱好	2.8%
书籍及音像制品	1.2%
办公用品	0.6%
合计	100.0%

资料来源: eMarketer, 招银国际环球市场

图 76: 美国: 电商线上渗透率, 分板块

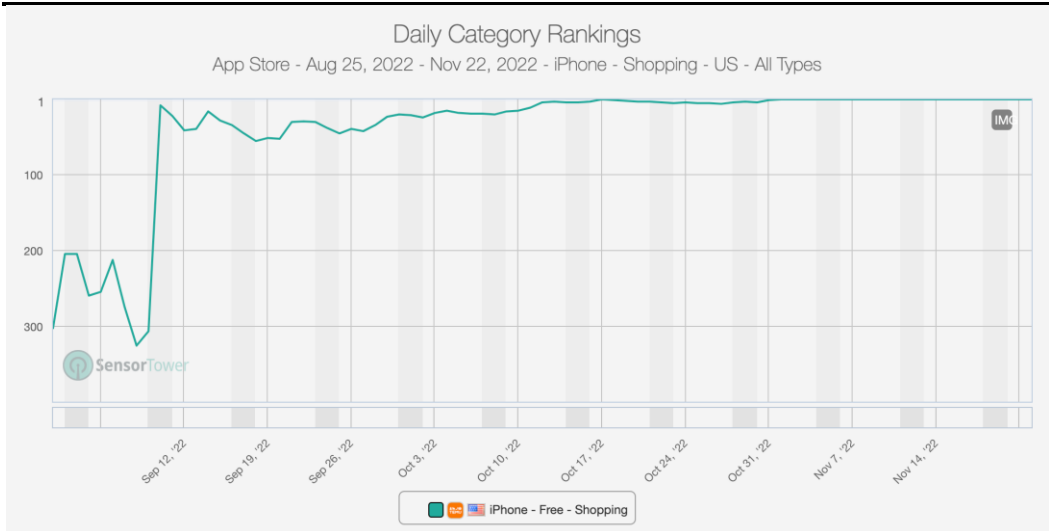
(%)	2020	2021	2022E	2023E
服饰	38.4	33.7	34.7	36.5
珠宝	12.3	18.2	18.6	18.7
汽车及零部件	4.4	4.2	4.0	4.2
书籍及音像制品	61.9	63.5	63.5	66.0
电脑及消费电子	47.6	47.9	50.0	53.1
食品及饮料	4.9	5.8	6.5	7.8
家居家装	34.3	35.8	35.8	36.7
健康及个人护理	14.5	15.4	16.2	18.7
办公用品	29.5	30.1	31.3	33.5
玩具及兴趣爱好	44.8	41.5	43.0	44.3
其他	5.6	5.1	5.5	6.1
整体线上渗透率	14.6	14.6	14.8	15.8

资料来源: eMarketer, 招银国际环球市场

据 Emarketer 数据, 美国社会消费品零售总额 2022 年预计将达 7.1 万亿美元, 同比增长 8.7%, 而线上渗透率预计将达 14.8% (2021:14.6%)。但按品类而言, 在社会消费品零售额中占比较大的类目如食品饮料线上渗透率仍较低, 且在已经具备较高渗透率的家居家

装、服饰等类目，拼多多有望借力中国的产业带及供应链优势提供更多物美价廉的商品以逐步建立用户心智。据 SensorTower，Temu 近两月持续在美国购物类 App 下载量排行榜上名列第一。

图 77: Temu 在美国购物类 App 中的下载量排名

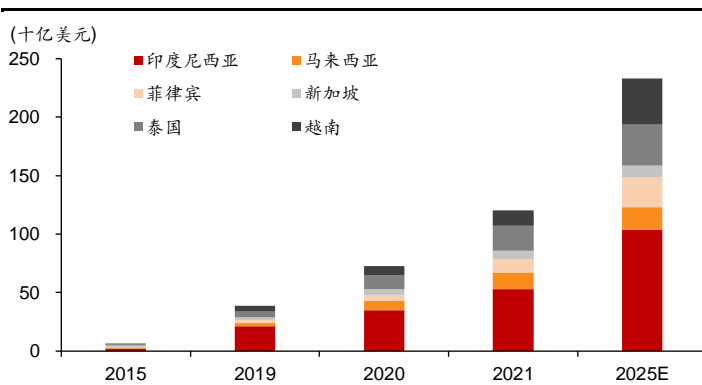


资料来源：SensorTower，招银国际环球市场

■ 东南亚：电商渗透仍处早期阶段，渗透率有望进一步提升

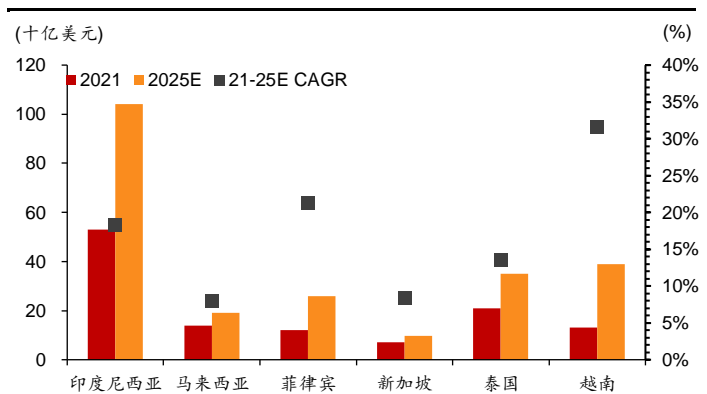
根据淡马锡、贝恩和谷歌（2021 年 11 月 10 日）联合发布的报告，2021 年东南亚市场电子商务市场 GMV 总额达 1,200 亿美元，同比增长 62%（2020：95%），相比之下，2021 年中国网络零售 GMV 总额为 13.1 万亿元人民币，同比增长 14.1%。报告预估 2021-2025E 年东南亚地区电商 GMV CAGR 将达 18%，市场规模将在 2025 年达 2,340 亿美元。

图 78: 东南亚：主要国家电商 GMV 增长情况预测



资料来源：淡马锡、贝恩、谷歌，招银国际环球市场

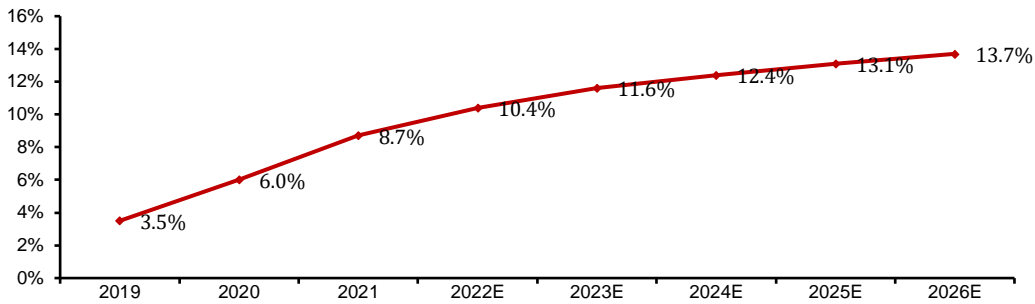
图 79: 东南亚：主要国家电商 GMV 增长趋势



资料来源：淡马锡、贝恩、谷歌，招银国际环球市场

在东南亚六国中，印尼的电商市场 GMV 是最大的，而菲律宾/越南将享有相对其他国家更快的增速。2021 年印尼电商 GMV 为 530 亿美元，且预计将于 2025 年增长至 1,040 亿美元，对应 2021-2025E CAGR 为 18%。菲律宾/越南电子商务市场 GMV 预计将在 2021-2025 年达到高于 21/32% 的地域平均复合年增长率。东南亚整体电商渗透率不高，基础设施升级将是驱动电商渗透率提升的关键因素之一。据 Emarketer，东南亚 2021 年电商渗透率仅为 8.7%，对比中国实物商品网上零售渗透率为 24.5%。

图 80: 东南亚: 电商渗透率



资料来源: Emarketer, 招银国际环球市场预测

阿里巴巴旗下 Lazada 主要专注东南亚市场, 尽管短期 Lazada 的运营受到线下活动恢复正常的影响, 但长期我们认为阿里巴巴依托平台产业带资源优势, 仍有望进一步扩张 Lazada 业务。据阿里巴巴, 由于东南亚地区解除新冠肺炎疫情限制, 线下渠道购物恢复正常, Lazada 在东南亚的订单量在 3Q22 同比下降, 但 Lazada 通过提供更多增值服务来持续提高变现率和提高运营效率, 本季度 Lazada 每单亏损较 3Q21 收窄超 25%。

本地生活服务: 数字化渗透仍有进一步空间

■ 外卖: 线上渗透率有望进一步提升, 美团有望维持稳定市场份额

据国家信息中心数据, 2021 年中国外卖交易总额占餐饮交易总额的 21.4% (2020: 16.9%), 美团占据了 70% 的外卖市场交易份额。我们认为整体外卖仍有进一步线上渗透的空间, 因其有助于提高线下餐饮门店的运营效率, 我们认为基于其庞大的商家群体及成熟的网络效应, 美团有能力在外卖市场维持其市场份额。

图 81: 中国外卖市场规模及美团外卖市场规模预测

(人民币十亿元)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中国餐饮市场规模	4,271.6	4,672.1	3,952.7	4,689.5	4,764.5	5,188.6	5,380.6
同比增长 (%)	7.7	9.4	(15.4)	18.6	1.6	8.9	3.7
中国外卖市场规模	465.6	598.0	668.0	1,003.6	1,122.0	1,371.1	1,653.5
同比增长 (%)	52.7	28.4	11.7	50.2	11.8	22.2	20.6
外卖市场渗透率 (%)	10.9	12.8	16.9	21.4	23.5	26.4	30.7
美团外卖 GTV 预测	282.8	392.7	488.8	702.1	785.2	961.1	1,156.7
同比增长 (%)	65.3	38.9	24.5	43.6	11.8	22.4	20.4
美团外卖市场份额	60.7	65.7	73.2	70.0	70.0	70.1	70.0

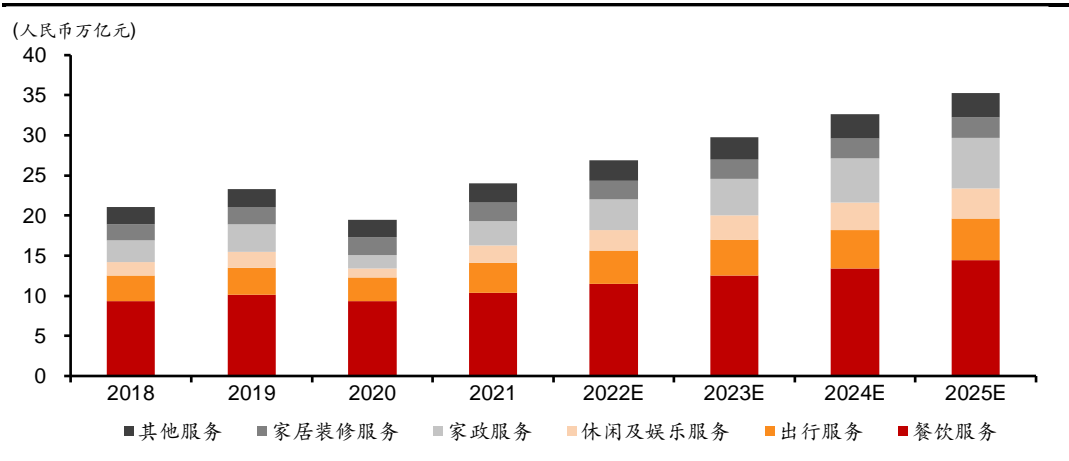
资料来源: 国家信息中心, 艾媒咨询, 招银国际环球市场预测

我们预计中国外卖市场规模将以 18% 的 21-24 年复合增长率增长，并将在 2024 年达到 1.7 万亿元人民币。其中，我们预计美团将较为稳定的维持 70% 的市场份额，2024 年外卖业务 GTV 将达到 1.2 万亿元人民币。用户补贴率优化和广告业务营收占比提升可以驱动外卖业务单位经济模型在长期持续优化，但我们认为后疫情时代，美团仍将平衡盈利提升和规模增长，相对盈利增长仍将相对侧重规模增长。我们预测 2021-2024E 美团外卖业务营收/经营利润 CAGR 为 21.2/59.6%。

■ **本地生活：业务渗透仍有丰富空间**

据艾瑞数据，2021 年中国餐饮及服务的市场规模为 10.4 万亿元人民币，休闲及娱乐服务的市场规模为 2.2 万亿元人民币，合计 12.6 万亿元人民币。而我们预估 2021 年美团到店板块的 GTV 为 2,060 亿元人民币，仅占整体休闲及娱乐服务市场规模的 9.4%。随着美团持续向低线城市拓展，其到店业务 GTV 或仍有进一步的增长空间。

图 82: 中国本地生活市场规模



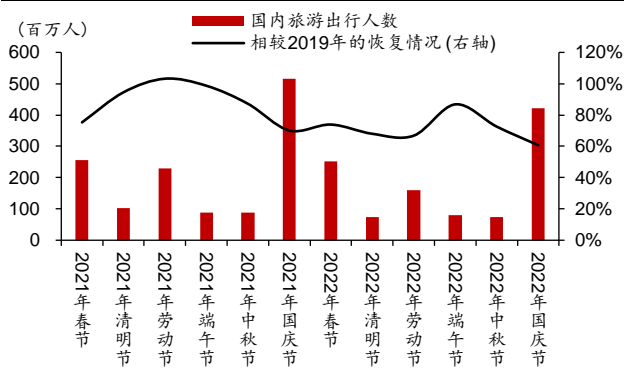
资料来源：艾瑞，招银国际环球市场

在线旅游：长途游复苏或仍需时日

2022年因较为严格的疫情防控政策，整体旅游需求仍相对更多的集中在本地和短途旅游，但随着疫情防控政策更加精准化，且随着新冠病毒致病性逐步减弱，入境隔离限制有望进一步优化，推动长途游稳步复苏。就我们覆盖的携程公司而言，我们预计其总营收将在2023年恢复至2019年的86%，疫情前占比总营收约25%的出境游业务稳步复苏仍是驱动整体营收在2023年稳步复苏的重要驱动力。

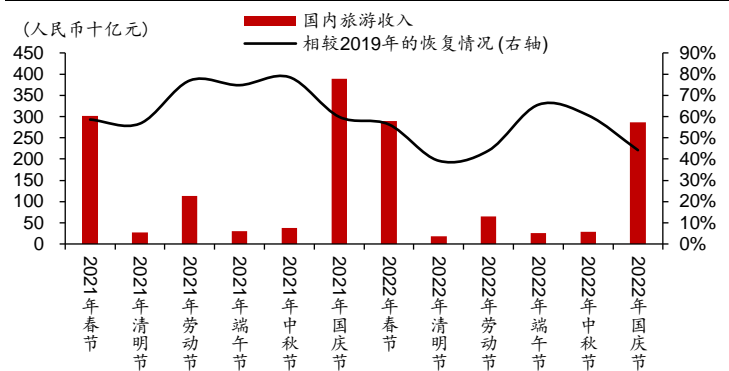
2022年整体旅游需求仍相对更多的集中在本地和短途旅游。据国家文旅部数据，2022年主要节假日国内旅游出行人次恢复至2019年的60.7%-86.8%，其中国庆节因疫情散点爆发防控政策较为严格，为恢复情况的低点；2022年主要节假日国内旅游收入水平仅恢复至2019年同期的39.2%-65.6%，旅游收入恢复速度慢于旅游人次恢复速度或主因旅游出行更偏省内游及周边游。据携程数据，2022年国庆期间，本地和短途旅行订单占总订单的比例为65%，而2021年为50%。

图 83: 国内旅游出行人次及恢复情况



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

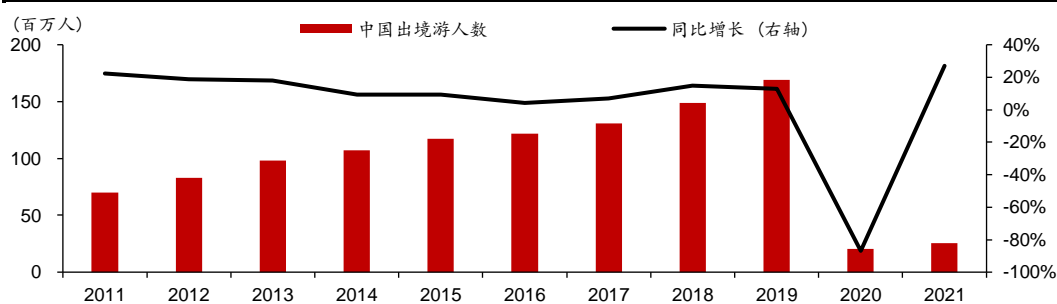
图 84: 国内旅游收入及恢复情况



资料来源：国家文旅部，招银国际环球市场

此外，因较为严格的疫情防控政策，出境游人数相较2019年也仍有较大差距。据中国旅游研究院数据，2021年中国出境游人数为2,562万人，虽同比增长27%，但仅相当于2019年的15.2%。但随着疫情防控政策持续优化，出境游或有望稳步复苏。此前在2022年11月11日发布的《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》中，对入境人员，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”。2022年12月7日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，优化调整隔离方式、进一步优化核酸检测。展望2023年，随着入境隔离的防控举措持续优化，出境游将在2023年有望逐步恢复，而我们认为高利润率的出境游及长途旅游营收占比恢复也有望推动在线旅游平台的利润率进一步复苏。

图 85: 中国出境游人数及同比增长情况



资料来源：中国旅游研究院，招银国际环球市场

云业务：行业增长有望触底反弹

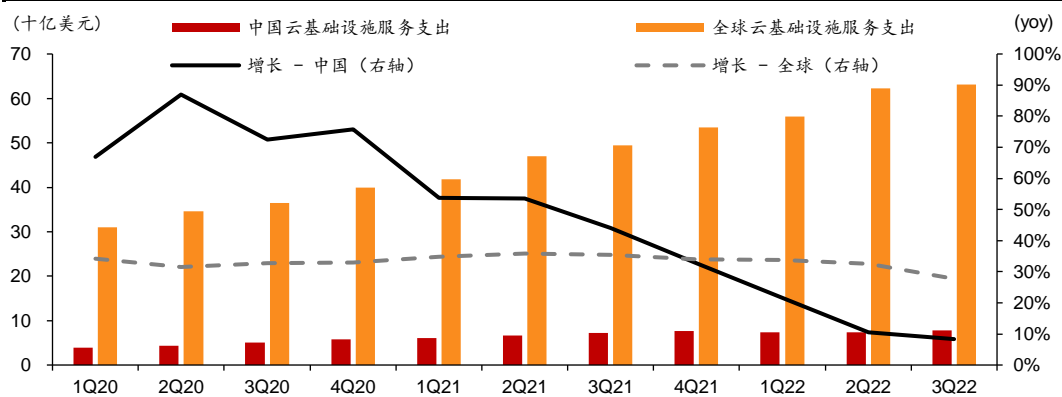
2022年中国云服务收入增长受宏观环境及疫情反复影响而增长放缓。宏观环境影响了企业的数字化支出，而疫情反复影响了云业务项目的部署。展望2023年，随着宏观经济逐步回暖，企业的数字化预算有望回升，中国云行业营收或将重新加速，而新兴产业（如新能源、智能制造等）数字化需求上升或将成为主要推动力。因中国仍需提高生产和运营效率以应对日益上升的结构性成本提升和激烈竞争，而云业务的具备敏捷度和弹性，将更好的支持企业提高灵活性及控制成本，我们仍看好企业数字化的长期发展进程和云业务的发展前景。

云业务的发展将有助于推进中国的数字化进程，领先的互联网公司，如阿里巴巴、腾讯和百度在开放技术基础设施方面发挥着主导作用，它们的投资和赋能对支持中国的技术进步仍至关重要。

中国云市场：尽管面临短期阻力，但数字化长期趋势不改

2022年中国云服务收入增长受宏观疲软和疫情反复影响。根据Canalys，3Q22中国云基础设施服务支出仅同比增长8%（3Q21：44%；2Q22：11%），低于全球市场28%的同比增长（3Q21：35%；2Q22：33%）。3Q22中国云基础设施服务支出占全球总额的12.4%，同比下降2.2个百分点。展望未来，随着宏观经济逐步回暖，企业的数字化预算有望回升，而新兴产业（如新能源、智能制造等）数字化需求上升或将带动云计算行业收入增长。长期来看，我们认为企业对成本优化和效率提升的需求将保持稳定，互联网行业以外的传统行业（如制造业、零售业等）的数字化转型需求强劲。我们认为这将推动中国云计算市场的持续扩张。

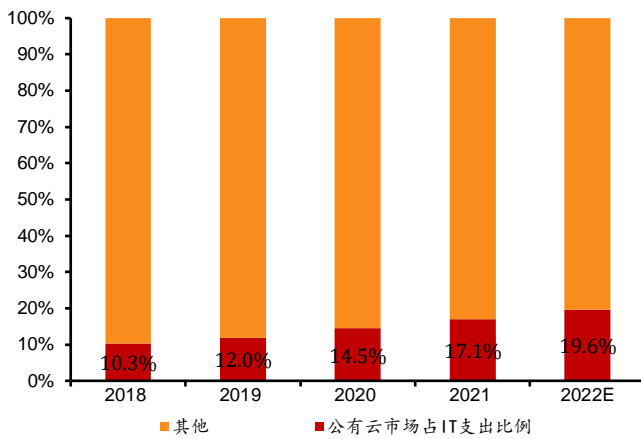
图 86: 中国和全球的云基础设施服务支出



资料来源：Canalys, 招银国际环球市场

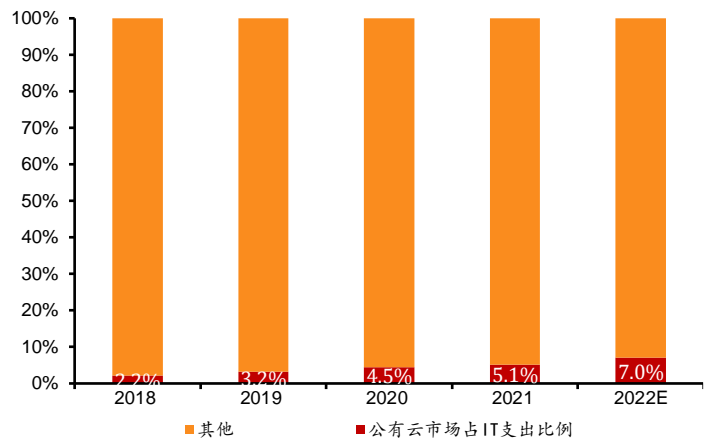
展望2023年，我们仍然看好中国云服务的长期增长潜力，与本地部署相比，我们认为云服务的高敏捷度和弹性或会提高企业的业务灵活性，有效地控制成本。据中美云市场发展的比较数据显示，中国云市场增长潜力巨大。根据Gartner和Statista的数据，2022年中国公有云市场约占中国整体IT支出预计将提升至7.0%（2021年：5.1%），而2022年美国的支出占比预期将达到19.6%（2021年：17.1%），显示中国的公有云占比仍有进一步的提升空间，而我们认为经济环境回暖及中国企业数字化以追求效率提升的意识逐步深化将成为主要支撑因素。

图 87: 美国公有云服务的 IT 总支出占比



资料来源: Statista, Gartner, Forbes, 招银国际环球市场

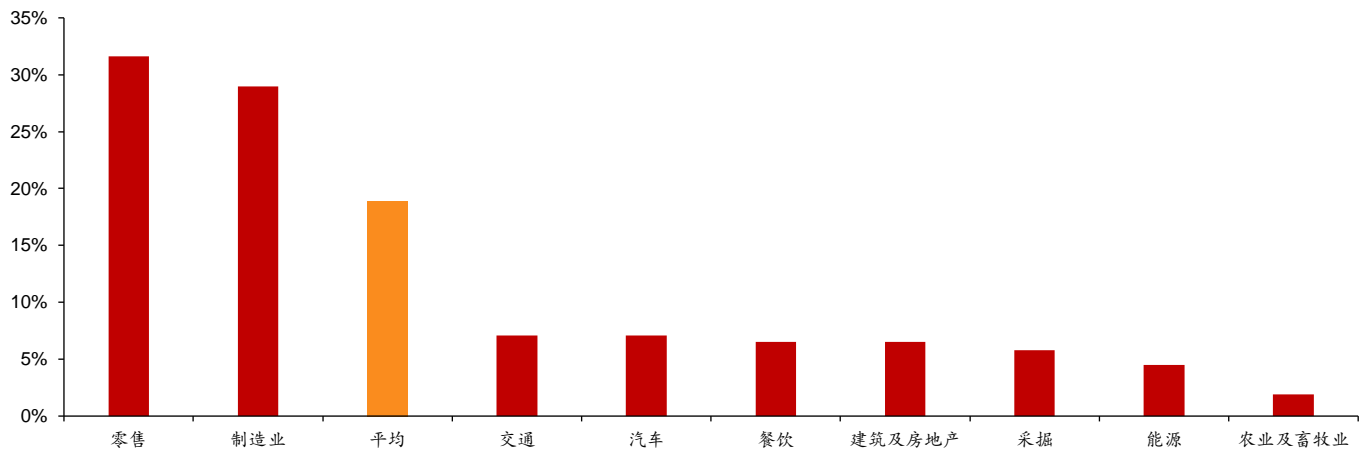
图 88: 中国公有云服务的 IT 总支出占比



资料来源: Statista, Gartner, Forbes, 招银国际环球市场

此外, 亿欧智库调查显示, 2021 年中国实体经济行业整体云渗透率为 18.9%, 其中零售和制造业高于行业平均水平, 而交通、汽车、能源等行业则大幅落后。长期来看, 我们认为企业对成本优化和效率提升的需求将保持稳定, 新兴行业和传统行业的云服务渗透率上升将推动中国云行业收入增长, 叠加疫情影响减弱和宏观经济复苏。

图 89: 中国: 实体经济中各行业的云渗透率 (2021 年)



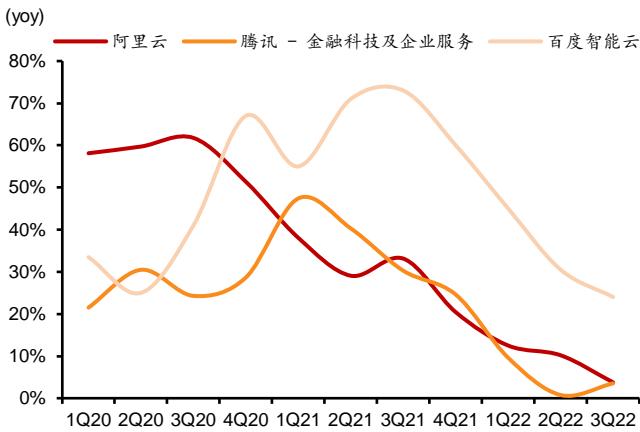
资料来源: 亿欧智库, 招银国际环球市场

注: 调查结果来自 EO Intelligence; N=155。

阿里云龙头地位仍稳固, 百度云增长迅速。在中国领先的云服务提供商中, 阿里云的市场份额最高, 2Q22 占比 36%, 而互联网公司中百度云的收入增速最高, 3Q22 为同比增长 24.0%, 高于阿里云 3.7% 的同比增长和腾讯金融科技及企业服务 3.5% 的同比增长。我们认为主因是百度拥有优秀的人工智能能力, 为百度在智能交通、制造、能源及公共事业等范畴建立优势, 及其云业务体量相对较小。但我们认为非互联网行业的云业务快速起量有望为云业务营收增长提供支撑。据阿里巴巴, 3Q22 其来自非互联网行业的营收 120 亿元, 同比增长 28%, 占云计算总营收的 58% (3Q21: 47%)。

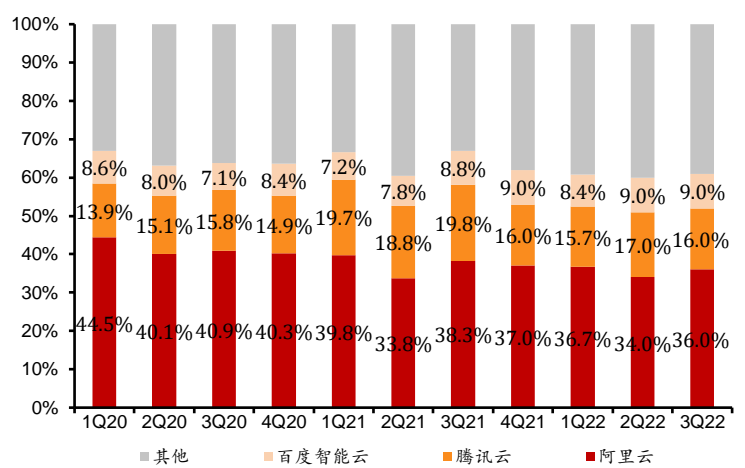
腾讯云调整业务战略，专注自研产品发展，提升收入质量。9M22 腾讯云业务收入同比小幅下滑，主因公司调整业务战略，主动缩减亏损业务，专注于高附加值的自研云计算产品发展；公司同样积极助力实体企业数字化转型，成立更加细分的实体行业云团队，服务实体经济，3Q22 相关行业收入占比提升。未来腾讯产业互联网将落实“产品为王，场景为先”的核心战略，塑造三大标杆产品标杆（加快自研产品发展）、技术标杆（加大技术与基础设施投入）、生态标杆（持续开放腾讯云合作生态）。

图 90:主要互联网公司的云收入增长



资料来源: Canalis, 招银国际环球市场

图 91: 中国云基础设施建设市场份额



资料来源: Canalis, 招银国际环球市场

协同办公、应用开发、基础设施协同或为未来发展趋势

协同办公、应用开发、基础设施三者实现协同或为各大主流科技平台布局云业务的发展趋势之一。协同办公平台通常具有粘性高的特点，可以确保企业用户留存，且天然覆盖了一批企业客户，有助于帮助减少云业务的营销成本。云业务为办公及应用开发提供算力、存储网络、带宽等基础设施能力的支持，二者协同效应显著。

图 92:办公协同+应用开发+基础设施的典型案例

公司	办公协同	低代码开发	应用底座	基础设施
阿里巴巴	钉钉	宜搭+三方低代码工具	钉钉	阿里云
腾讯	企业微信	微搭低代码	企业微信	腾讯云
微软	Teams	Power Platform	Dynamic 365	Azure
谷歌	Workspace	Apps Script	Platform (GCP)	Google Cloud
Salesforce	Slack	Lightning	Salesforce Platform	AWS、Azure 等

资料来源: 招银国际环球市场

阿里巴巴: 云钉一体, 实现协同办公、应用开发、基础设施三者协同

2020年9月钉钉升级为钉钉事业群, 与阿里云全面融合。我们认为阿里云“云钉一体”战略本质上是让协同办公、应用开发、基础设施三者实现协同。协同办公平台通常具有粘性高的特点, 可以确保企业用户留存, 且天然覆盖了一批企业客户, 有助于帮助减少云业务的营销成本。同时钉钉的存在降低了云的使用门槛, 让更多传统的企业走向数字化。

图 93:钉钉：下一代应用开发平台



资料来源：阿里云，招银国际环球市场

图 94: 云钉一体战略



资料来源：阿里云，招银国际环球市场

钉钉被阿里云定位为“中间平台”——下连云计算基础设施、上连企业关键应用。它既是企业级的协同办公平台，也是企业级的应用开发平台。阿里云为钉钉提供整体算力、存储网络、带宽等基础设施能力，同时提供AI媒体服务、IoT、大数据计算等能力。钉钉下连云计算基础设施，同时作为平台承载了上层应用生态，向上提供基础IM、文档、项目管理等丰富应用。应用开发可以拉动生态，带动整体用量，还可以提升“IaaS+PaaS”的毛利空间。

腾讯：依托旗舰产品，提供云上组织全场景解决方案

腾讯云从产品与场景出发，持续提升其企业服务解决方案的竞争力。自2022年1月起，腾讯融合打通企业办公“一门三杰”（腾讯会议、企业微信、腾讯文档），并以其为核心衍生出完善的企业服务产品体系，覆盖协同办公、身份管理、知识分享、OA系统、客户服务、电子签约等云上组织全场景。包括“一门三杰”和其他企业服务产品在内的融合打通可以进一步提升腾讯企业服务工具的差异化优势，而且旗舰产品所积累的流量可以互相导流（腾讯会议自19年12月上线以来已支持3亿+用户的14亿+次在线协同），帮助腾讯触达到更多的企业客户。

图 95:腾讯云：企业服务产品



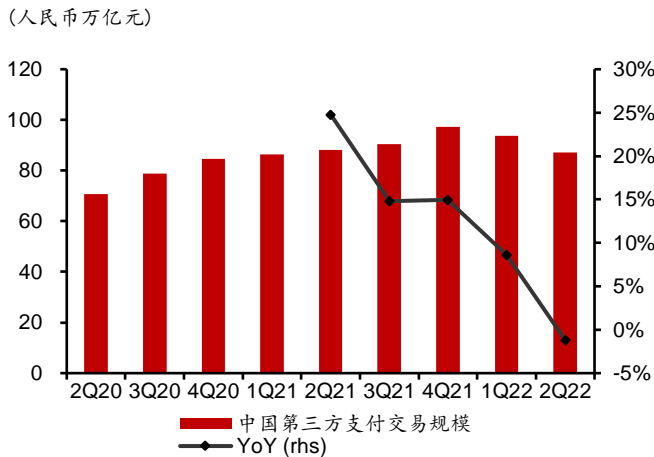
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

金融科技业务：推动健康可持续发展

据易观数据，2Q22中国第三方支付额同比下降1.2%，环比下降7.1%至87.2万亿元人民币，主因主要城市疫情形势反复，整体消费情绪疲软。2Q22线下扫码支付市场交易规模同

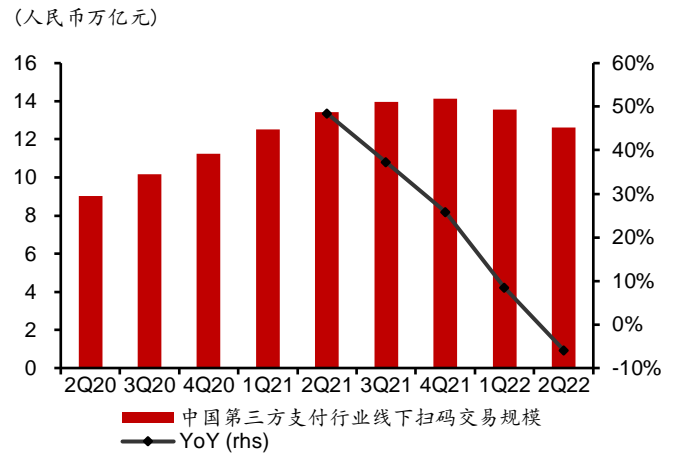
比下降 5.9%，降幅进一步扩大。展望 2023 年，随着消费复苏以及疫情管控措施优化，我们对中国第三方支付交易规模增长具备信心。2022 年金融科技行业监管框架已基本清晰，金融科技产业的合规性、监管透明度以及风险管控能力持续提升，有利于行业长期可持续发展。

图 96: 中国第三方支付交易规模



资料来源：易观咨询，招银国际环球市场

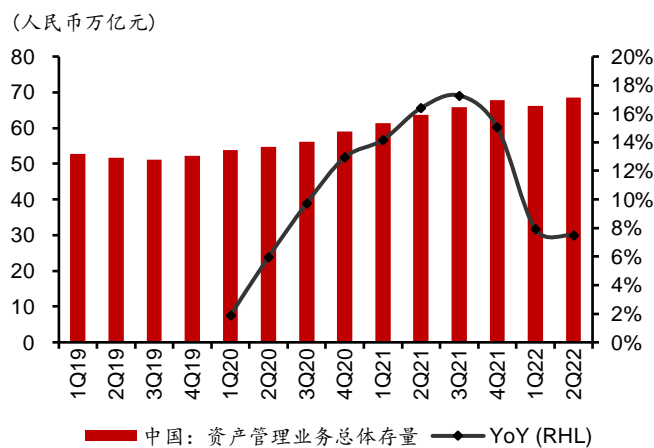
图 97: 中国第三方支付线下扫码交易规模



资料来源：易观咨询，招银国际环球市场

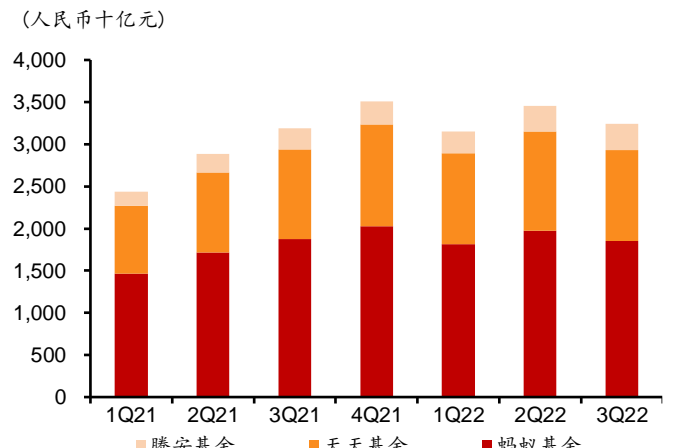
2Q22 中国资产管理业务总体资产存量达到 68.5 万亿元，同比增长 7.5%，受市场环境因素影响 2022 年资产规模增长相较 2021 年小幅放缓；其中前三大互联网基金代销机构基金保有规模 3.5 万亿元，占总资产存量 5.0%，相较 2Q21 同比增长 0.5pct。3Q22 前三大互联网基金代销机构分别为蚂蚁基金/天天基金/腾安基金，基金保有规模分别达 1.9/1.1/0.3 万亿元。

图 98: 中国：资产管理业务总体存量



资料来源：中国证券投资基金业协会，招银国际环球市场

图 99: 独立基金销售机构：基金保有规模



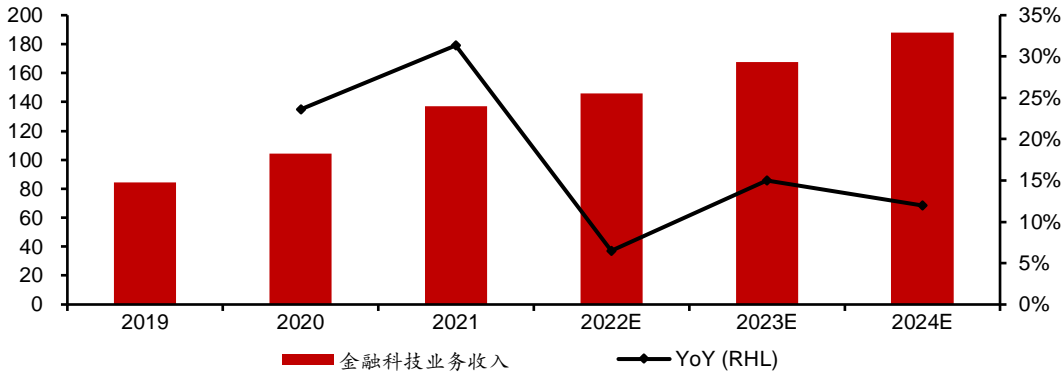
资料来源：中国证券投资基金业协会，招银国际环球市场

腾讯 2023 年金融科技业务增长有望受益于线下消费复苏，我们预计 2023 年金融科技业务收入同比增长 15%（2022E：同比增长 6.5%）。腾讯 3Q22 商业支付金额实现双位数同比增长，主要得益于食品杂货、餐饮服务和交通出行行业支付额增长；但进入到 4Q22E，由于疫情形势反复，腾讯商业支付金额增长有所放缓。展望 2023E，我们预计随着疫情防控

措施的优化，线下餐饮和出行等重点交易场景的支付额有望复苏，推动腾讯商业支付额重新加速增长。关于金融控股公司监管，腾讯管理层指出公司有望获得金控公司牌照，且金融控股公司的成立有助于提升监管对平台的信任，成立金控公司所需要进行的架构调整将不会对公司业务造成实质性影响。

图 100: 腾讯: 金融科技业务收入

(人民币十亿元)



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

重点推荐

腾讯 (700 HK; 买入; 目标价 401.8 港元)

受益于收入增长恢复以及高质量发展战略所带来的经营杠杆效应，我们看好腾讯 FY23-24 利润增长重新加速。分业务板块看：1) 微信视频号广告商业化加速有望推动 4Q22 和 FY23 广告收入重回增长轨道；2) 疫情管控措施优化及云业务战略调整将推动 FY23 金融科技和企业服务收入加速增长以及毛利率提升；3) 国内游戏业务受益于版号审批常态化以及重点新游上线，海外游戏业务有望在行业调整期过后企稳回升。我们预计公司 FY23-FY24E Non-IFRS 净利润有望实现 14/13% 的强劲反弹 (FY22E: 同比下降 6%)，基于 SOTP 的目标价为 401.8 港元。重申买入评级。

阿里巴巴 (BABA US; 买入; 目标价 158.7 美元)

我们看好阿里巴巴 2023 年及长期发展前景，主因：1) 随着经济刺激政策逐步传导至消费端，阿里巴巴中国零售市场 GMV 增长有望受益于消费复苏，且其核心高质量用户群体具备粘性，有能力抵御行业竞争；2) 公司已证明其有能力通过精简新业务及优化运营使利润重回增长轨道，消费复苏驱动高利润率平台业务营收重回增长或将在 2023 年为利润增长及利润率提升带来进一步的助推；3) 长期增长驱动力，如云业务，营收增长或有望受益于非互联网行业营收强劲增长而触底反弹。我们预计阿里巴巴 22-25 财年 Non-GAAP 净利润复合增长率为 8.3%。我们 SOTP 的目标价 158.7 美元对应 18 倍 24 财年 Non-GAAP PE。重申买入评级。

估值

图 101: 同业估值对比

公司	代码	评级	目标价 (LC)	收市价 (LC)	上行/下行空间	市值 (百万美元)	P/E (x)			P/S (x)		
							FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
平台公司												
阿里巴巴	BABA US	买入	158.7	91.4	74%	242,011	12.0	10.7	9.6	1.9	1.7	1.6
腾讯	700 HK	买入	401.8	325.0	24%	400,830	24.1	20.1	17.3	5.0	4.5	4.0
百度	BIDU US	买入	192.8	119.2	62%	41,176	14.1	12.6	11.1	2.3	2.1	1.9
美团	3690 HK	买入	216.4	182.8	18%	145,485	NA	86.9	37.3	4.7	3.7	2.9
京东	JD US	买入	79.5	57.8	38%	90,285	25.0	22.1	17.3	0.6	0.5	0.5
						平均	18.8	30.5	18.5	2.9	2.5	2.2
电商&本地生活												
阿里巴巴	BABA US	买入	158.7	91.4	74%	242,011	12.0	10.7	9.6	1.9	1.7	1.6
京东	JD US	买入	79.5	57.8	38%	90,285	25.0	22.1	17.3	0.6	0.5	0.5
拼多多	PDD US	买入	92.9	88.7	5%	112,202	27.6	24.5	20.2	6.0	4.8	4.0
美团	3690 HK	买入	NA	13.2	NA	8,031	9.2	8.9	8.4	0.5	0.5	0.5
唯品会	VIPS US	未评级	216.4	182.8	18%	145,485	NA	86.9	37.3	4.7	3.7	2.9
						平均	18.5	30.6	18.6	2.7	2.2	1.9
游戏												
腾讯	700 HK	买入	401.8	325.0	24%	400,830	24.1	20.1	17.3	5.0	4.5	4.0
网易	NTES US	买入	112.3	70.0	60%	45,969	14.1	13.8	12.5	3.3	3.1	2.8
金山软件	3888 HK	未评级	NA	25.9	NA	4,537	NA	52.9	31.7	4.2	3.4	3.1
心动公司	2400 HK	未评级	NA	21.6	NA	1,334	NA	NA	22.6	2.8	2.1	1.6
						平均	19.1	28.9	21.0	3.8	3.3	2.9
社交娱乐												
快手	1024 HK	买入	80.0	71.0	13%	39,301	NA	NA	30.8	2.9	2.5	2.2
哔哩哔哩	BILI US	买入	21.0	24.1	-13%	9,634	NA	NA	NA	3.1	2.5	2.1
腾讯音乐	TME US	买入	6.8	7.8	-13%	13,437	21.4	19.6	17.5	3.3	3.2	3.0
云音乐	9899 HK	买入	110.0	79.0	39%	2,148	NA	NA	32.7	1.6	1.3	1.1
阅文集团	772 HK	未评级	NA	31.1	NA	4,064	21.6	17.8	15.7	3.5	3.1	2.9
						平均	21.5	18.7	24.2	2.9	2.5	2.3
广告												
百度	BIDU US	买入	192.8	119.2	62%	41,176	14.1	12.6	11.1	2.3	2.1	1.9
微博	WB US	买入	20.3	18.5	10%	4,372	8.8	8.3	7.5	2.4	2.3	2.2
						平均	11.5	10.5	9.3	2.3	2.2	2.0
OTA												
携程	TCOM US	买入	29.7	33.3	-11%	21,383	NA	32.4	20.7	7.6	5.1	4.0
同程旅行	780 HK	买入	17.1	18.5	-8%	5,315	75.0	31.2	22.8	5.7	4.2	3.4
						平均	75.0	31.8	21.8	6.6	4.6	3.7
在线医疗												
阿里健康	241 HK	未评级	NA	8.1	NA	14,135	NA	NA	NA	3.9	3.2	2.6
京东健康	6618 HK	未评级	NA	77.6	NA	31,711	NA	NA	74.0	5.1	3.8	2.9
平安健康	1833 HK	买入	28.4	25.8	10%	3,705	NA	NA	NA	3.8	3.3	2.9
						平均	NA	NA	74.0	4.3	3.4	2.8
						总平均	21.9	27.1	21.8	3.4	2.8	2.4

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

注: 截至 12 月 14 日收盘

中国互联网板块 II

优于大市

分析师：黄群 – sophiehuang@cmbi.com.hk
 许义鑫 – easonxu@cmbi.com.hk

拐点已至：破而后立，晓喻新生

放开预期+降本增效，憧憬盈利估值双重修复

在监管新常态环境下，2022年中国互联网聚焦“高质量增长”，在B端供应链、产业协同层面修炼内功，并通过成本控制、大中台等模式降本增效。展望2023年，疫情防控放松、宏观回暖有助板块迎来结构性行情，长期看好板块韧性复苏能力，叠加数字经济、出海及产业互联网增量，盈利估值双重修复可期。

择时：1Q23 阵痛期底部吸纳，静候疫情降温、经济复苏

疫情防疫放松后预计存在2-3个月阵痛期(感染人数及居家比例攀升、经济暂缓)，考虑板块近一月已反弹超40%、预计将短期盘整，但12个月维度行业有望进入震荡上行通道。建议1Q23E良性回调中积极布局、逢低吸纳，源于短期利空已逐步消化、4Q22及1Q23业绩不确定性已有所预期，且憧憬2Q23E结构性回暖，受益于：1) 管控优化下消费互联网及广告业绩回升；2) 低基数效应；3) 监管温和化利好(包括中概审计、蚂蚁进展等)。行业开源节流持续，预计头部平台FY23E平均利润增速反弹至19% (vs. FY22同比增长10%)，对应FY22-24E CAGR 预计为20%。

择道：优选消费互联网，捕捉数字经济+出海机遇

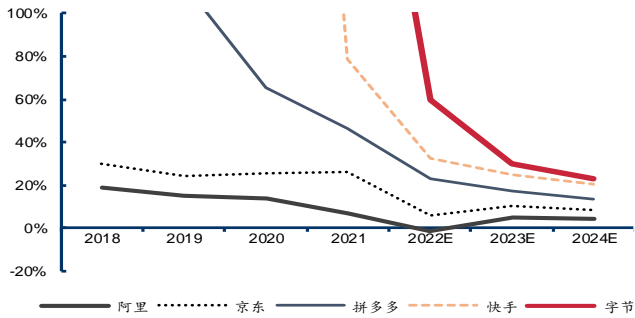
展望2023年，随着防控放松、经济回暖、加息进入尾声、地缘冲突缓和，预计具备韧性复苏能力板块将释放估值弹性。建议重点关注数字经济、消费复苏、出海、虚拟现实专题。长期看好元宇宙及Web3.0产业革新，道阻且长、但行则将至。细分赛道偏好：**电商/本地生活> 泛文娱> 广告**。1) **大电商**：看好大电商韧性复苏及降本增效逻辑，短期4Q22边际改善、长期直播电商及电商出海等第二增长曲线可期。2023电商大盘GMV增速有望反弹至12% (vs. 10M22 +7%)，其中货架电商受益于消费复苏(阿里温和修复，京东拼多多双位数增长)、短视频电商将拓展“商城”增量(抖快市占率+5ppts)。2) **泛文娱**：憧憬游戏增速回正，短视频变现优化、长视频提质减量。游戏行业版号发放恢复、且稳中有升，新游增量尚需时间释放、且需静候重度头部产品版号发放。预计4Q22游戏触底、2023实现单位数增长，长期出海+产品迭代逻辑不改。视频领域，短视频进入精细化管理阶段，重心切换至场景深耕及商业化，看好长期变现空间(预计2023年行业收入增速高达26%)；中长视频平台将更加侧重降本增效及内容精品化，低估值+利润拐点具备高弹性。3) **广告**：广告需求波折修复中，4Q22有望边际改善，2Q23E期待预算实质性释放(包括线下广告主、游戏、金融、地产等)，其中头部平台将凸显业绩弹性。

估值筑底，风险回报吸引

受疫情反复、美元加息、地缘政治等多重因素，行业估值目前为 14.6x FY23E P/E，仍处于历史五年低位。基于外围利空逐渐出清、板块估值充分回调、长期韧性基本面，我们认为板块将从交易性机会逐渐过渡到中长期配置，且估值中枢有望上行至历史平均 18 倍。重点推荐：1) 消费互联网首选美团，推荐阿里巴巴、拼多多，在于基本面稳健、盈利预见性较高、受益于消费复苏且第二增长曲线清晰；2) 泛文娱首选快手：份额提升、广告修复、利润拐点，看好长期变现空间。风险：地缘政治、宏观复苏慢于预期。

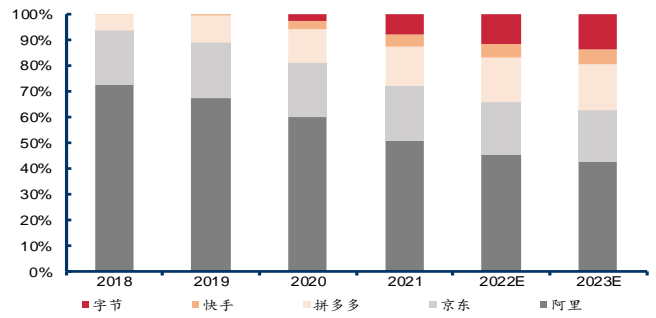
核心图表

图 102: 中国电商行业质量增长 (GMV 增长预测)



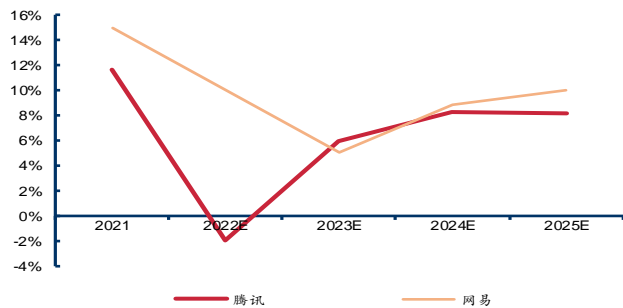
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 103: 头部电商市场份额演进 (按 GMV 预测)



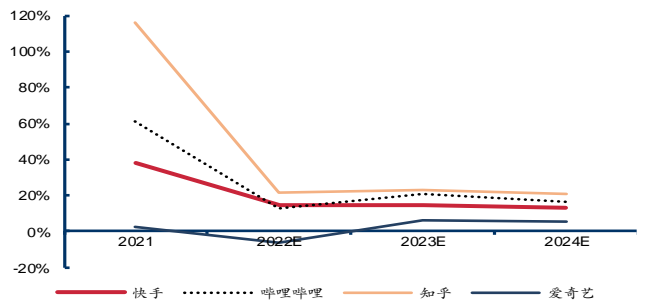
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 104: 游戏增速有望企稳回升 (TOP2 游戏增长预测)



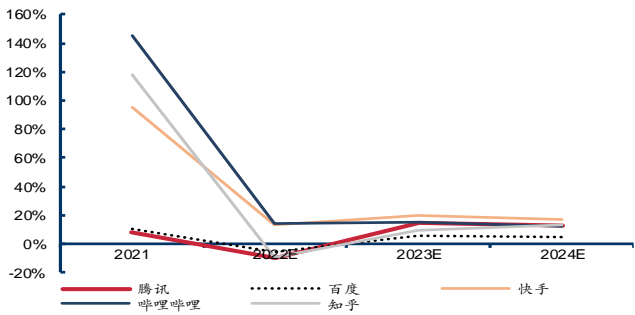
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 105: 视频良性竞争 (泛文娱平台收入增速预测)



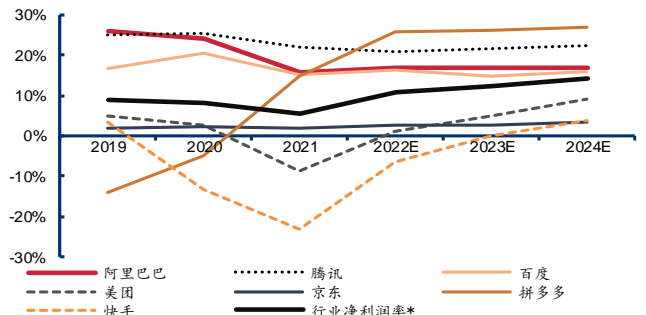
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 106: 广告业务有望反弹



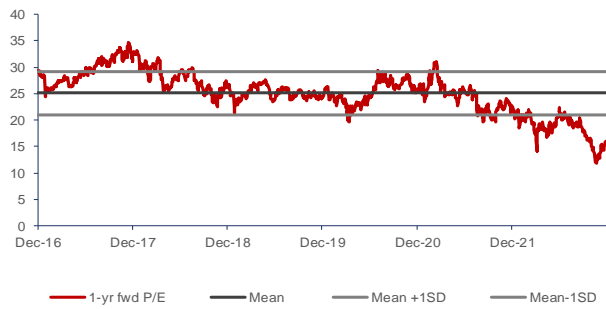
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 107: 降本增效持续 (核心标的利润率预测)



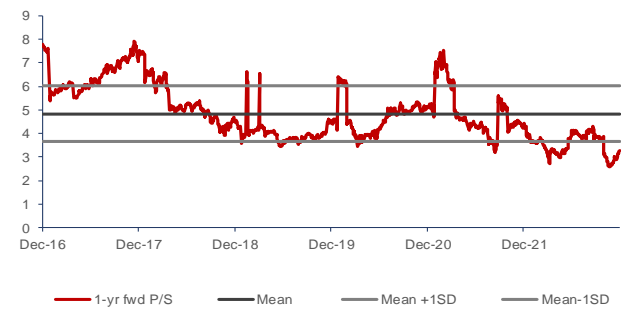
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 108: 核心互联网 P/E 估值在历史五年低位盘整



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 109: 核心互联网 P/S 估值在历史五年低位盘整



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

利空消化：监管常态、加息尾声、防控优化

复盘 2022 年，在疫情反复、经济承压、外围美国加息、地缘政治冲突下，恒生科技指数年初至今下跌 24%。展望 2023 年，我们认为外围利空将逐渐消化，监管温和化、加息进入尾声、防疫放松、港股流动性拐点，均为互联网板块修复上行提供基础。

监管：有序推进、温和化利好待释放。继 316 金融委会议监管触底信号后，板块政策极端风险出清，方向明朗化，且有序推进。反垄断、数据安全、民生社保、青少年、内容监管等调整已逐步落地，随着 Boss 直聘、满帮新用户注册恢复、游戏版号重启、头部带货主播回归，政策环境趋向温和化，期待政策进一步边际放松、利好释放提升板块信心：1) 中概审计: PCAOB 已初步完成底稿审核，近期或存在相关偏积极认定报告，审计风险有望逐步减轻；2) 平台经济监管未在二十大重提，期待后续蚂蚁、滴滴等事件阶段性进展；3) 典型平台公司潜在境外上市；4) 游戏版号数量提升、逐步释放重度头部产品。

外围：加息进入尾声、地缘冲突弱化。随着美国 CPI 数据改善好于预期，预计加息节奏逐渐进入尾声，利于港股及中概估值修复。此外，俄乌冲突已逐步消化，中美关系近期缓和，相关地缘政治冲突在 2023 年不再恶化下，板块修复趋势将更为稳健及明朗。

防疫：“新二十条”下的防疫放松及潜在放开大势。2022 年 11 月 11 日国务院提出“新二十条”防疫优化措施，并于 12 月 7 日提出“十条”要求，包括缩短隔离时间、细化高风险区、可接受居家隔离、推进老年人接种等，体现精准防疫优化拐点已现，放开渐行渐近。近期各地防疫优化措施全面铺开，新增病例攀升，预计短期将迎来阵痛期，待疫情高峰过后(预计 2-3 月)将逐步迎来复工复产及经济慢修复。防疫放开推动行业第一阶段反弹，持续上行动能来自宏观恢复下的基本面改善。

图 110: 4Q22 重点防疫政策

日期	部门	主要政策	内容摘要
11.11	国务院	“二十条”	密接隔离从7+3变为5+3
			及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接
			将高风险区外溢人员“7天集中隔离”改为“7天居家隔离”
			取消中风险，只设高风险和低风险，5日无新增降至风险
			闭环作业高风险岗位从7天集中变为5天居家
			重点人员核酸检测，不开展全员核酸
			取消入境航班熔断，入境只需48小时内1次核酸
			入境商业和团队采取闭环管理和健康检测
			入境阳性判断核算值为Ct<35，Ct值35~40赋码管理
			入境人员从7+3调整为5+3
12.07	国务院	“十条”	分级诊疗收治感染者等
			按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不得随意扩大
			除特殊场所外，不要求提供核酸证明及健康码。不再对跨地区流动人员查验核酸证明和健康码，不再开展落地检
			科学分类收治，可居家隔离
			连续5天没有新增感染者的高风险区，要及时解封
			各地药店要正常运营，不得随意关停，不得限非处方药物购买
加快推进老年人新冠病毒疫苗接种等			

资料来源: 招银国际环球市场

图 111: 近期各地防疫优化措施

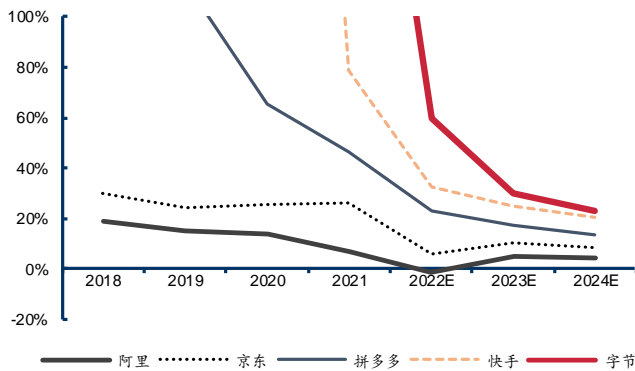
日期	各地优化措施
11.28	广州: 除个别区外, 无社会面活动人员, 如果没有外出需求, 可以不参加全员核酸筛查
12.29	郑州: 11月30日零时起, 公共交通全面恢复班次, 居民乘公共交通出行需要查验48小时核酸检测阴性证明和健康码绿码
11.30	北京: 分区分级优化防控措施, 加强群众基本生活保障服务
11.30	广州: 公布5条优化防控措施。科学精准划定高风险区; 精准开展流调; 做好密接的隔离管理; 科学开展核酸检测; 加快疫苗接种
11.30	深圳: 坚持第九版防控方案、落实二十条优化措施, 公布5方面优化管控措施
12.01	广州: 分类实施核酸检测。对不同的人群采取不同的核酸检测策略。
12.03	成都: 进入医疗机构外的公共场所和乘坐公共交通, 不再查验核酸阴性证明
12.04	上海: 发布优化调整疫情防控的相关措施。12月5日零时起, 公共交通和公园景区不再检查核酸证明
12.04	武汉: 自12月5日起凭健康码绿码乘车, 不再查验核酸检测阴性证明
12.04	重庆: 没有急需要做核酸的, 建议尽量避免做核酸的高峰, 愿检尽检, 非必须不做核酸
12.04	深圳: 自12月5日起, 全市社区小区、办公场所、餐饮商超及各类公共场所不再查验核酸检测阴性证明
12.05	南京: 乘坐轨道交通、地面公交、轮渡等市内公共交通工具, 不再查验核酸检测阴性证明和健康码
12.05	新疆乌鲁木齐: 目前可以由应急防控阶段逐步转入常态化防控阶段
12.05	沈阳: 不再开展常态化核酸检测, 各地区要合理设置便民核酸采样点, 满足市民群众“愿检尽检”需求
12.05	北京: 自12月6日起, 北京市实行进入商超、商务楼宇及各类公共场所, 可不查验核酸检测阴性证明
12.05	上海: 自12月6日起, 除养老、儿童福利、医疗机构、学校以及密闭娱乐场所、餐饮服务场所等特殊防疫要求的场所外, 其余公共场所不再查验核酸阴性证明
12.06	广州: 乘客使用巴士及地铁, 进入医疗机构就诊, 只需绿码, 无需核酸查验; 药店无需查验核酸证明; 人群聚集密集公众场所仍需核酸证明
12.06	杭州: 不再开展常态化核酸检测, 实行“愿检尽检”, 各地继续提供便民检测服务
12.06	海南: 海口、三亚、儋州、澄迈、东方等多个市县宣布自即日起, 海南上述市县对外来(返)人员不再实施分类管理
12.06	江西: 不再开展常态化核酸检测, 实行“愿检尽检”
12.06	长春: 不再开展常态化核酸检测, 优化保留现有核酸检测点, 实行“愿检尽检”, 继续提供便民检测服务

资料来源: 招银国际环球市场

电商：韧性复苏，加速增长

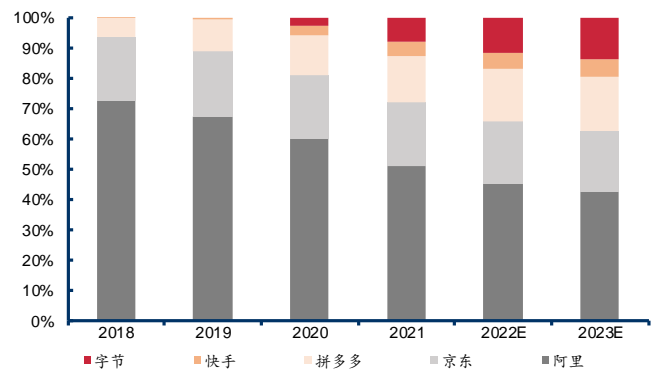
疫情反复下，2022年电商增速换挡（10M22大盘GMV增速回落至7%），头部平台重心在聚焦“质量增长”的同时，优化用户体验、商家扶持及供应链升级，“互联互通”加快推进。预计2023年电商有望在消费温和复苏下实现加速增长（GMV同比增长12%），且降本增效持续，并长期受益于消费结构转型升级。看好短期板块韧性复苏，及社区团购、内容电商、出海等第二增长曲线。建议重点关注份额提升、高防御性、长期增长稳健及盈利改善型标的：美团>拼多多>京东>阿里巴巴>宝尊。

图 112：中国电商行业 GMV 同比增速预测



资料来源：公司数据，彭博，招银国际环球市场预测
注：阿里巴巴 2022-2024E 为 FY23-25E 财年 GMV 预测

图 113：主要电商平台市场份额 (按 GMV 计)



资料来源：公司数据，招银国际环球市场预测

短期：防疫放松、温和复苏驱动加速增长

根据 NBS 数据，10 月网上消费零售加速增长至 15.3% (vs. 9 月的 8%)，受益于大会期间线上渗透率提升、双十一大促。虽然 4Q22 电商因疫情多点散发、物流受阻而有所承压，但防控渐进性放松后将有望边际回暖（预计 4Q22 电商大盘增速 8%）。展望 2023 年，预计电商大盘 GMV 增速反弹至 12%，其中抖快市占率将继续提升，京东拼多多增速可观。

双十一温和复苏、重用户体验。2022 年“11.11”GMV 呈现温和复苏，重点突出“质量增长”、“农产品上行”、“国潮”、“开放”和“用户体验”。根据星图数据，全网 GMV 为 1.15 万亿元，同比增长 13%，其中直播电商 GMV 同比增长 146%，综合电商同比增长 2.9%。直播电商份额持续增长，从 2021 年的 7% 提升至 16%。尽管头部平台未披露 GMV 数据，但我们基于第三方数据和渠道调研，预计京东、拼多多、快手和抖音增长势头依旧韧性。平台节奏分化，在内容营销、破壁、补贴等方面各有千秋：1) 阿里：天猫 GMV 同比持平，头部主播回归及国货成亮点；2) 京东：韧性增长，3C 家电增势不减；3) 拼多多：持续受益于消费分级，预计大促 GMV 增速超 30%。

防控放松、物流缓解，利好电商反弹。4Q22 随着多地解除临时封控、预计短期面临新增病例高企、居家比例提升等阵痛期，该期间线上消费渗透率有望持续提升，利好电商增速反弹。疫情降温后，或存在部分消费转移至线下，但后续复工复产，将利于电商 B 端供应链、仓储物流复苏，叠加消费者信心回暖、经济恢复，有望推动电商持续结构性增长。

货架电商：拼多多京东韧性增长，阿里温和修复。预计阿里/京东/拼多多 2023 年电商 GMV 增速分别为 同比增长 2%/12%/17% (vs. 2022 年 -3%/+11%/+24%)。受疫情封控及竞争影响，阿里 2022 年电商有所承压。随着防疫放松、宏观慢恢复，阿里电商将凸显弹性，预计 2023 年 GMV 增速温和修复至 2% (憧憬服饰、美妆反弹)，长期有望受益于数字经济及经济

回暖(结合宏观组预测 2023 年 GDP 4.9% 增长)。拼多多凭借低价优势将持续受益于宏观放缓下的消费分级,在货架电商中步调放缓环境下依然保持增速领先(11 月主站 GMV 预计增速高达 33%,持续受益于频次提升+品牌化推进+买菜协同),TEMU 加速出海将作为第二增长曲线、打开 GMV 天花板。京东在行业逆风中保持稳健增长(高质量用户基础下宏观抗压能力强、受短视频冲击较小;且家电增势不减),我们预计 2023 年京东将是最先受益于放开初期短期消费升级的电商标的,GMV 增速在加速之余依旧保持利润率提升。行业降本增效将持续,盈利能力有望小幅提升,源于经营杠杆提升和新业务亏损收窄(部分抵消放开后支出上升)。

长期:直播、出海增量可期

直播电商:短视频电商市占率提升。我们预计 4Q22E 短视频 GMV 增速超过 30%,抖快各有千秋:1)快手:两倍流量+补贴及恢复外链助推下,11.6 大促买家数同比增长超 40%,预计带动 4Q22E 加速增长(GMV +31%);2)抖音:预计 4Q22E GMV 高双位数增速,受益于货架电商协同、品牌加速渗透、本地生活强势增长及自播提效。长期来看,流量禀赋与渗透率提升将持续推动抖快市占率提升,预测 FY23E 抖快市占率提升至 17% (vs. 2022 年 12%),其中抖快电商 GMV 增速预计分别达 30%/25%。

出海增量:头部平台加速布局,TEMU 后来居上。国内流量红利触顶后,各大头部平台加速海外电商布局(eMarketer 预测全球电商 GMV 2025 年达 7 万亿美元),探索第二增长曲线。根据国家统计局,2021 年中国出口跨境电商为 1.12 万亿元(零售出口渗透率 12.4%),我们预计 2025 年将达 2.5 万亿(渗透率 18%),对应 2022-25E CAGR 为 13%。看好中国电商出海逻辑:1)中国制造业规模效应显著,生产成本低、效率高,产业链完善;2)海外流量尚未饱和;3)已跑出成功商业模式 SHEIN。主要平台为阿里国际站、TikTok Shop、拼多多 TEMU。根据渠道调研,TEMU 自 9 月上线后买家数及 GMV 快速攀升(近两月 GMV 加总约 5,000 万美元、月活过千万)。虽在早期,但我们看好 TEMU 低价包邮策略、选品能力及高效营销下的增长空间(预计 TEMU 长期 GMV 有望达 500 亿美元)。

图 114: TEMU 与 SHEIN 模式对比

	TEMU (拼多多跨境电商平台)	SHEIN
商业模式	平台负责选品、定价和履约,并负责物流和运营成本。卖家负责供货并将货品发到平台制定的国内仓	无入驻费、无保证金、无推广费,对成功销售的商品价值收取 10%佣金
平台成本	无入驻费、无佣金、无保证金、无推广费	无入驻费、无保证金、无推广费,对成功销售的商品价值收取 10%佣金
主要品类	女性快时尚(60%),电子产品、小电家具金额宠物类等(40%)	女性时尚等
客单价	多数女装价格 3-20 美元;鞋袜等配饰在 0.49-3 美元;大部分日用家居品在 10 美元以下(在 11 月黑五中,TEMU 加大促销力度,部分商品低至 1-3 折,商品仅为亚马逊的 10-20%,SHEIN 的 30-60%)。	主品牌 SHEIN 每款价格在 10 美元-15 美元,旗下高端女装品牌 MOTF 为 20 美元-40 美元
物流模式	空运大货模式。从国内仓统一空运到美国,后由美国邮政派送。平台承担国内仓到美国的空运费,以及美国段的物流成本	物流模式
物流合作方	USPS、UPS、联邦快递,未来预计会与极兔联手在海外连手	
包邮门槛	满 29 美元包邮、90 天免费退货	满 49 美元包邮,7 天内每单有一次免费退货
发货周期	7-15 天	8 天-12 天

资料来源:公开资料,公司及招银国际环球市场整理

泛文娱:憧憬游戏重拾增长,视频变现优化、提质减量

游戏:寒冬已过,后版本号静候新游流水释放

版号恢复常态化发放,新游流水待释;头部平台凸显高防御性。游戏监管清晰明朗化、且边际向好,版号停发 8 个月 after 恢复常态发放。11 月 16 日,人民网发布《人民财评:深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》的文章,对游戏产业价值做出肯定,释放监管转变的积极

信号。今年4月以来，游戏版号发放数量稳中有升（六批版号，数量依次为45/60/67/69/73（+20）/70款），未来版号总量大体控制下憧憬重度游戏、头部游戏版号占比提升，推动新游流水释放。此外，监管环境下推动游戏厂商注重精品化和精细运营。

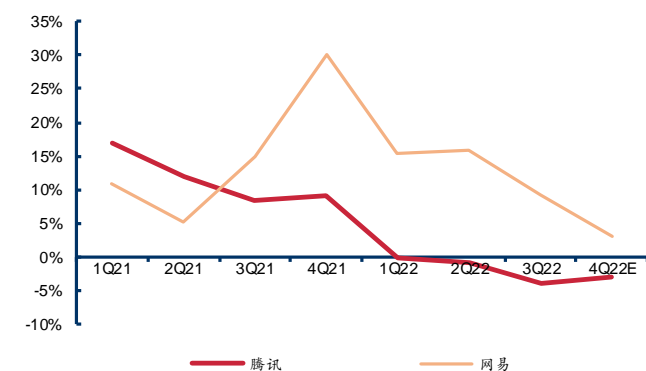
短期：短期逆风，4Q22有望触底。受流量回归理性、防沉迷及重磅新游有限影响，游戏行业短期增速承压（3Q22中国游戏实际销售收入同比下降19%，手游/端游-24%/+3%），但预计于4Q22触底，且板块情绪受益于：1）监管温和化（官媒积极点评及版号重度游戏增加）；2）防疫放松下的经济弱复苏预期；3）部分头部游戏高基数结束。预计2023年游戏行业收入增速恢复正增长，其中中腰部游戏厂商估值修复弹性较大、头部平台长期基本面凸显高防御性。**腾讯：**游戏大盘承压，但逐步企稳。由于缺乏重磅游戏上线，腾讯游戏跟随行业下行，但王者荣耀与和平精英仍占据iOS畅销榜前二。其中，10月王者荣耀同比下降10%，和平精英在过去9个月首次录得正增长，同比增长16%。海外业务表现疲软，主要受到后疫情时代流量常态化影响。我们预测4Q22腾讯游戏收入同比-3%（vs. 3Q22 -4% YoY）。**网易：**短期尚缺乏催化剂，增速放缓。暗黑流水进入稳定期，加上同期哈利波特的高基数效应，4Q22游戏收入预计减速至同比增长2%。

长期：憧憬2023年增速回正，新游迭代+出海浪潮为长期驱动力。监管新常态下，游戏增长将主要依赖头部新游贡献及海外扩张。中短期行业关注如下趋势：1）游戏精品化、运营精细化；2）2023-2024年头部新游产品供给上行；3）海外增速换挡，ARPU企稳、静候用户恢复。看好IP加持、天然的渠道优势及自研能力的行业龙头，受益于强大的新游储备。

腾讯：头部新游包括黎明觉醒（推迟到2023年上线）、地下城与勇士手游版（版号再审，预计2023上线）、全境封锁2、阿凡达：重返潘多拉。预期DnF年流水贡献约100亿。此外，海外游戏收入将受益于胜利女神：妮姬和战锤40K：黑潮等游戏上线及M&A的推进，预测2023/2024游戏收入企稳并加速至5%/8%。

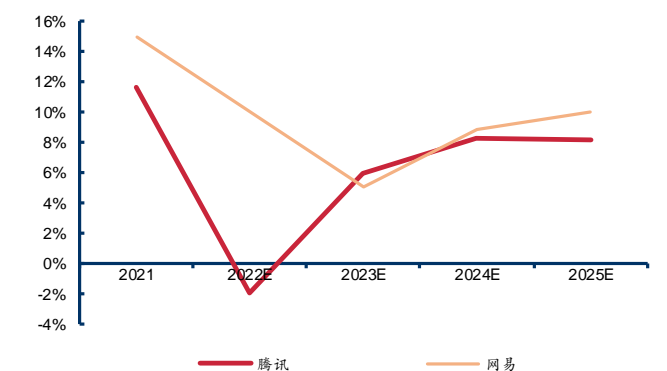
网易：头部新游包括哈利波特海外（预计1H23上线）、永劫无间手游版，逆水寒手游（预计4Q22或者1Q23上线），燕云十六声（版号待批）、指环王。头部新游版号下发为催化剂，预测永劫无间手游和逆水寒手游将贡献2023年手游流水的8%。海外进程虽受暴雪合作暂停扰动，但财务影响有限（收入占比单位数、利润率低），长期出海目标不改（3-5年内占30%，vs. 2022年11%）。预测2023/2024游戏收入增速触底并恢复至5%/9%。

图 115: TOP2 游戏增速有望于 4Q22 企稳



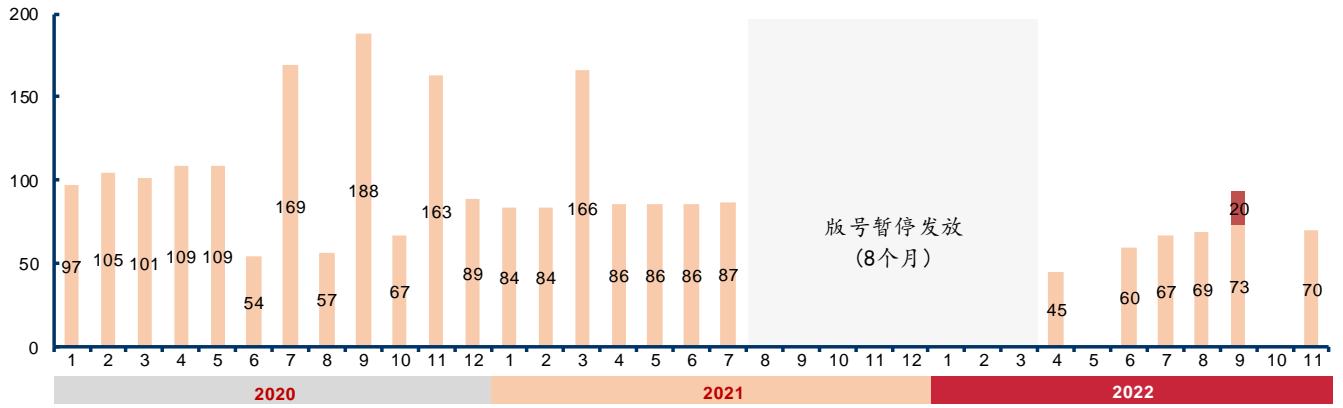
资料来源：公司及招银国际环球市场预测

图 116: TOP2 公司年度游戏增速



资料来源：公司及招银国际环球市场预测

图 117: 近三年中国游戏版号发放数量梳理



资料来源: 国家新闻出版署, 招银国际环球市场整理

图 118: 腾讯部分游戏储备一览

厂商	游戏	版号	类别	(预计)推出日期	详情
腾讯	劲乐幻想	Y	音乐	4Q22	Muxic Games 开发
	地下城与勇士	再审	MMOACT	2022	2022年3月1日全球上线; Neople 开发
	我叫MT5	N	MMORPG	2022	
	齐奥传奇	Y	卡牌	2022	
	金属对决	Y	动作	2022	
	黎明觉醒	Y	生存	2023	
	一拳超人正义执行	Y	动作	TBC	2022年9月27 beta 测试
	手工星球	Y	沙盒	TBC	2022年9月30日封测
	健康保卫战	Y	休闲	TBC	
	彩虹坠入	Y	三消	TBC	手游在9月获得版号(之前只有主机版号)
	合金弹头: 觉醒	Y	TPS	TBC	在11月获得版号; SNK 授权, 腾讯开发
	小猫爱消除	Y	休闲	TBC	
	全境封锁 2	Y	射击	TBC	
	卡通农场	Y	模拟经营	TBC	Supercell 开发
	传奇天下	Y	MMORPG	TBC	盛趣游戏开发
	新三生三世十里桃花	Y	卡牌	TBC	
	乱世逐鹿	Y	策略	TBC	
	艾兰岛	Y	沙盒	TBC	Bohemia interactive 开发
	Apex 英雄手游	N	射击	TBC	2022年5月全球上线
	无序次元	N	动作	TBC	2022年7月14日 beta 测试

资料来源: 公司数据

图 119: 网易部分游戏储备一览

厂商	游戏	版本号	类别	(预计)推出日期	详情
网易	永劫无间手游版	N	动作	2023	目前TapTap预约人数达两百万
	西部世界	N	VR	2023	
	倩女幽魂隐士录	Y	MMORPG	TBC	
	蒸汽战机: 联盟	Y	SLG	TBC	
	全明星街球派对	Y	运动	TBC	
	三国诛将录	Y	动作	TBC	
	泰坦黎明	Y	策略	TBC	Zynga 开发
	春秋战	Y	MMORPG	TBC	
	钓鱼大对决	Y	模拟经营	TBC	十方游戏开发
	糖果冰纷乐	Y	休闲	TBC	King Digital 开发
	逆水寒手游版	N	MMORPG	TBC	2022年9月30日封测
	指环王: 战争崛起	N	策略	TBC	与华纳联合开发
	零号任务	N	动作	TBC	2022年1月10日 beta 测试
	代号: 烛	N	动作	TBC	2022年1月14日 beta 测试
	阴阳师: 妖怪小班	N	策略	TBC	2022年3月18日 beta 测试
	萤火突击	N	射击	TBC	

资料来源: 公司数据

图 120: 其他厂商部分游戏储备一览

厂商	游戏	版本号	类别	(预计)推出日期	详情
哔哩哔哩	赛马娘	N	二次元/模拟经营	2023	2021年日本“社交现象”级游戏
	非匿名指令	Y	卡牌	TBC	2022年8月4日 Beta 测试
	狩猎时刻	Y	二次元	TBC	2022年1月20日 Beta 测试
	长安百万贯	Y	模拟经营	TBC	2022年8月获得版号
	暗影火炬城 (端游)	Y	动作	TBC	2022年7月获得版号, B站平台上8万注册用户
	斯露德	Y	卡牌/射击	TBC	2022年3月发布预告片
	夜莺: 逆向指令	N	二次元/RTS	TBC	2022年5月5日 Beta 测试
	光隙解语	N	二次元/RPG	TBC	2022年5月18日 Beta 测试
	代号: 百家	N	沙盒	TBC	2022年8月9日 Beta 测试
	重构阿塔提斯	N	MOBA	TBC	2022年1月13日 Beta 测试
心动	铃兰之剑	N	SRPG	4Q22/1Q23	2022年11月中新一轮保密测试
	火炬之光	N	暗黑类	4Q22/1Q23	2022年10月海外公测, 上线当天多地 iOS 免费榜 Top10
	浣熊不高兴	N	3D Roguelike	2023	2022年10月8日海外上线
	依瑟·重启日	N	RPG	2023	TapTap 国内预约人数 22 万
	心动小镇	N	模拟经营	2023	TapTap 国内预约人数 152 万
中手游	仙剑世界	N	MMORPG、元宇宙	7M23	
	我的御剑日记	Y	卡牌	1Q23	
	镇魂街: 天生为王	Y	ARPG	1Q23	
友谊时光	杜拉拉升职记	N	模拟经营	1Q23	
	浮生为卿歌 2	N	RPG	2H23	

资料来源: 公司数据

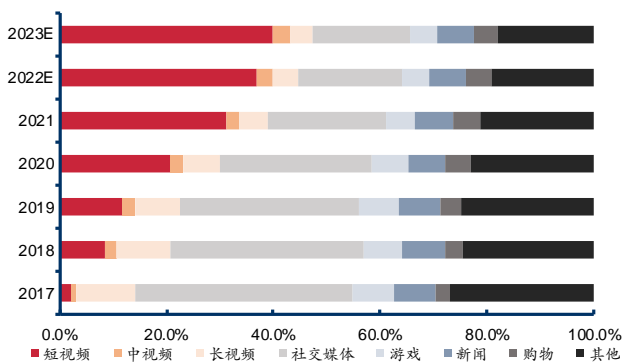
视频：良性竞争，短视频变现优化，中长视频提质减量

相较于过往竞争白热化，2023 年视频行业将侧重“合纵连横”的良性竞争关系，短视频进入精细化运营阶段后，对中长视频分流抢时压力逐渐缓和，中长视频亦优化平台内容输出能力。看好短视频时长优势、利润率改善及长期变现空间，同时，我们认为随着中长视频战略重心切换至降本增效后，在丰富内容储备(驱动会员增长)、广告恢复通道中凸显高估值弹性。建议重点关注：快手>哔哩哔哩>爱奇艺。

短视频：生态梳理、变现优化，电商+出海前景可期。短视频流量稳中有升，但告别激进获客及抢时，进入生态精细化管理阶段。重心切换至场景深耕及商业化(电商变现重点发力)，同时强调效率优化。我们预计 2023 年短视频行业收入将同比增加 26%，利润率将持续提升。字节：1) 电商+本地生活为国内增量重心，电商增势不减(预计 FY22E 电商 GMV 高双位数增长、FY23E>30%增速)、货架电商打开 AAC 天花板，叠加本地生活迅速起量，消费场景生态有望进一步完善。广告明年有望继续保持双位数增长，受益于潜在放开后宏观弱复苏。长期看好海外 Tiktok 增量贡献(DAU 接近国内，但收入占比较小)。2) 快手：近期业务线管理架构调整后，内部流量协同及商业化完善，降本增效持续、且目标明年全年集团实现盈利。变现层面预计电商保持韧性增长(4Q22E GMV 加速至 31%，FY23E 预计+25%)，期待 2023 年广告触底反弹(加速至+20%)。3) 视频号：内容生态渐丰、加速广告商业化(单季度广告收入提前达 10 亿)，直播电商亦可期，有望成为腾讯长期增长点。

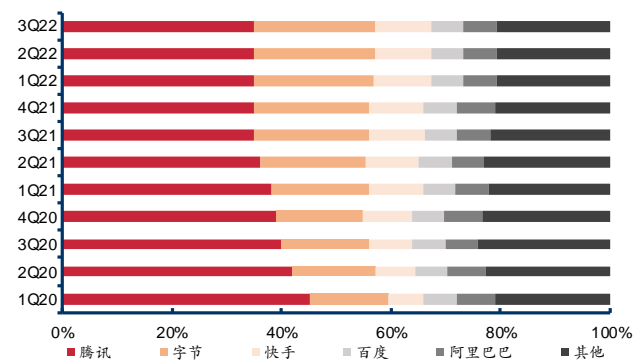
中长视频：提质减量，低估值+利润拐点具备高弹性。2022 年在内容监管常态化、广告主预算收紧环境下，视频平台侧重以 ROI 为导向的高质量剧集投入，减少低腰部内容制作，倒逼行业加速精品化输出。其中，3Q22 全网播出剧集共 80 集，同比减少 15 部，但好评度均值同比增长 2%，古装剧中亦出现《苍兰诀》(爱奇艺)等现象级作品，加之《梦华录》(腾讯视频)引发热潮，均体现平台内容进入高质量发展阶段。展望 2023，我们认为中长视频平台拐点已至，在于：1) 竞争格局稳定、外部冲击缓和(短视频)，助于中长视频流量企稳、利润率提升(其中爱奇艺持续盈利、哔哩哔哩加快降本增效步伐)；2) 内容监管环境稳态化，优质内容储备待释放，有望驱动会员边际增长；3) 防疫放松助于广告需求回暖。推荐哔哩哔哩：降本增效优先级提升、业绩指引充分调整，平台壁垒和用户粘性凸显。同时建议关注爱奇艺：优质内容推动会员重回增长通道、盈利提升路径清晰，估值低位，广告修复及可转债到期压力释放为催化剂。

图 121: 短视频时长冲击逐渐缓解



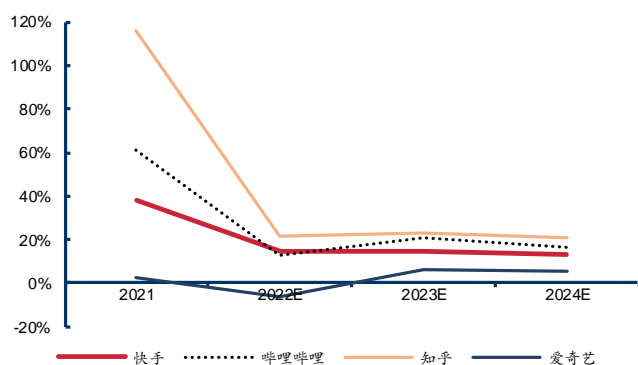
资料来源: QuestMobile, 招银国际预测

图 122: 各生态时长趋于稳定



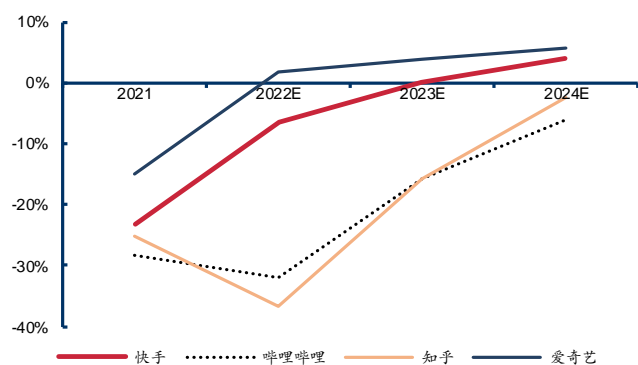
资料来源: QuestMobile

图 123: 核心平台收入增速预测



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 124: 核心平台利润率预测



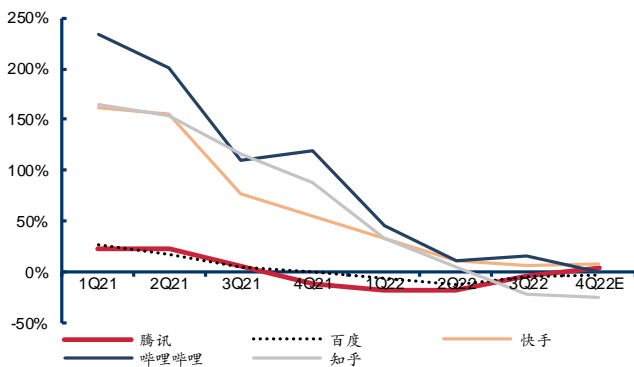
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

广告：复苏趋势不改，静待宏观回暖

降幅收窄，波折修复中，静候防疫优化后宏观回暖。因疫情反复、宏观压力，广告需求波折修复中。部分行业广告主投放依旧稳健(如：电商、食品饮料)，但线下广告主、游戏、金融、地产等相关垂类仍待恢复。2022年前9月广告行业收入同比下降11%，跌幅收窄，4Q22平台广告收入预计将持续边际改善，但考虑高基数效益、防疫优化效果非一蹴而就、复工复产到广告主预算尚需时间，我们预计广告需求实质性释放将于2Q23后显现。长期广告复苏有望受益于：1)宏观回暖；2)视频化对广告需求拉动。

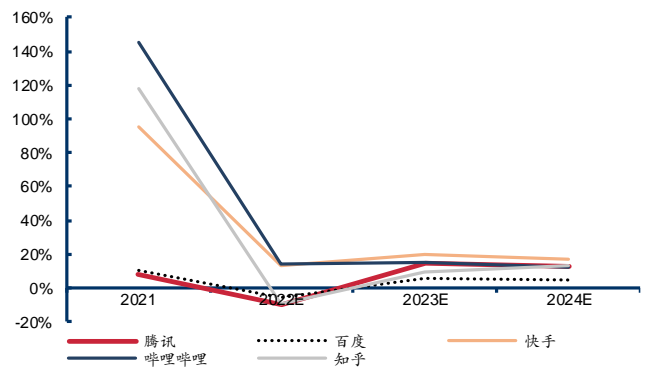
头部平台凸显防御性，中腰部随之复苏。1) 字节腾讯广告较为韧性：受益于效果广告高ROI、电商广告强势，字节广告份额持续提升(逆势增长)，且有望于2023年保持双位数增长。腾讯广告预计于4Q22E转正，受益于视频号商业化提速(已提前实现单季度10亿收入，长期增量预计2025年250亿/20%广告收入比重)，预计2023年广告收入增速恢复至13%。百度广告跌幅小于腾讯、恢复力度略慢，防控优化将利于百度在加盟、旅游和本地生活的恢复(预计2023年同比中单位数增长)。2) 哔哩哔哩和快手在宏观复苏中具备高弹性。哔哩哔哩3Q22受益于广告基建投入，效果广告持续提升；叠加2023年潜在品牌广告恢复，预计广告增速维持双位数。快手在3Q22凭借韧性的内循环广告持续获取市场份额，待外循环广告2023年恢复，将共同拉动广告实现加速增长(+20%)。知乎广告短期承压，在IT、3C及汽车垂直品类表现较有韧劲，电商及FMCG待恢复；预计2023年随着外部环境改善及内部生态治理消化，广告及CCS将恢复正增长。

图 125: 4Q22 广告降幅收窄、边际改善



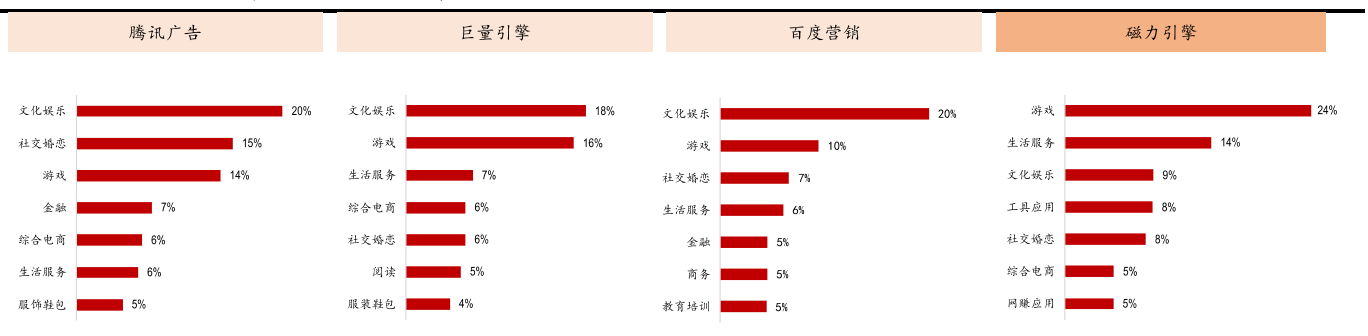
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 126: 核心广告平台 2023 年增长逐渐恢复



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

图 127: 3Q22 前四大平台广告垂类分布 (按广告量)



资料来源: App Growing, 招银国际环球市场; 注: 图中腾讯广告不包括微信朋友圈广告

投资主题

展望 2023 年，互联网政策温和化、防疫渐进式放松及增长回升有望推动板块估值修复。我们预计 FY22-24 行业盈利 CAGR 达 20%，其中 FY23E 行业盈利增速为 19%。短期来看，因放开预期板块从底部已反弹超 40%，存在阶段性盘整。待病例上升经济阵痛期消化后，将进一步迎来结构性行情，源于：1) 政策利好待释(中概审计进展、重度游戏版号增加等)；2) 疫情稳定、供给及需求端恢复带动行业增速回升；3) 利润率持续改善。长期来看，出海、产业互联网、元宇宙将实现梯度接力。目前板块平均估值在历史五年低位 (14.6x FY23E P/E)，有望修复至历史平均估值 (约 18 倍)。

赛道偏好：消费互联网 > 泛文娱 > 广告

放开预期下行业普涨行情结束后，子板块及公司分化将持续。优选细分赛道：消费互联网 > 泛文娱 > 广告。重点关注基本面稳健、放开弹性较大、盈利预见性较高且第二增长曲线清晰的标的。其中，消费互联网首选为美团，推荐阿里巴巴、拼多多；泛文娱首选为快手。

美团 (3690 HK, 买入)

我们看好美团的赛道成长性、高壁垒下的稳健基本面及盈利预见性。1) 赛道成长性：宏观、疫情压力下，相较于电商、广告、游戏等换挡赛道 (<15%)，美团所在的外卖、到店酒旅及新业务均呈现较高防御性 (20%+ CAGR)；2) 高护城河：不同于电商和泛文娱的竞争加剧，美团的高频流量入口、交叉销售及强大的供应链优势有望帮助其在本地生活领域持续巩固优势地位；3) 第二增长曲线清晰：闪购、优选等业务梯度接力且 UE 改善。业绩面，憧憬 2023E 到店酒旅韧性复苏、外卖韧性增长+利润释放，集团利润率持续改善。重申长期看好观点。

快手 (1024 HK, 买入)

看好份额提升、电商韧性及利润率改善。我们认为快手是为数不多的在 4Q22 疫情反复下依然能够实现电商加速及利润率改善的标的 (相较于大部分公司受疫情影响业绩指引均有所下调)。4Q22 收入预计同比增长 10% (指引不变)，其中电商 GMV 预计加速至 31%，受益于 11.6 大促及电商渗透率提升。随着外循环广告弱复苏、电商广告加速，4Q22 整体广告收入增速有望反弹至 8%。中长期看，我们看好快手持续的份额提升、电商韧性以及利润率改善。催化剂：1) 广告复苏；2) 潜在货架电商上线；3) 2023 年集团扭亏为盈。目标价为 80 港元。

图 128: 互联网同业估值

公司	代码	市值 (USD mn)	货币	股价	CMBI 评级	CMBI 目标价	PE			PS			EV/EBIT			FY22-24 EPS CAGR
							FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	
大型中国互联网																
腾讯	700 HK	400,876	HKD	325	BUY	402	23.9	19.8	16.8	5.0	4.5	4.0	18.2	16.3	14.2	18%
阿里巴巴	BABA US	242,011	USD	91	BUY	159	11.9	10.3	9.3	1.9	1.7	1.6	12.8	10.7	9.2	12%
百度	BIDU US	41,176	USD	119	BUY	193	14.1	12.9	10.8	2.3	2.1	1.9	12.6	11.5	9.4	13%
京东	JD US	90,285	USD	58	BUY	80	24.5	19.6	15.3	0.6	0.5	0.5	30.9	19.9	14.7	21%
美团点评	3690 HK	145,502	HKD	183	BUY	216	NA	76.8	34.7	4.7	3.7	2.9	NA	NA	42.2	319%
拼多多	PDD US	112,202	USD	89	BUY	93	21.5	18.7	14.8	6.0	4.8	4.0	20.8	16.5	12.5	17%
网易	NTES US	45,969	USD	70	BUY	112	14.0	13.8	12.4	3.3	3.1	2.8	11.5	10.6	9.3	6%
快手	1024 HK	39,305	HKD	71	BUY	80	NA	NA	30.7	2.9	2.5	2.2	NA	NA	NA	NA
平均							18.3	15.8	13.2	3.3	2.9	2.5	17.8	14.3	15.9	15%
电商																
阿里巴巴	BABA US	242,011	USD	91	BUY	159	11.9	10.3	9.3	1.9	1.7	1.6	12.8	10.7	9.2	12%
京东	JD US	90,285	USD	58	BUY	80	24.5	19.6	15.3	0.6	0.5	0.5	30.9	19.9	14.7	21%
拼多多	PDD US	112,202	USD	89	BUY	93	21.5	18.7	14.8	6.0	4.8	4.0	20.8	16.5	12.5	17%
美团点评	3690 HK	145,502	HKD	183	BUY	216	NA	76.8	34.7	4.7	3.7	2.9	NA	NA	42.2	319%
唯品会	VIPS US	8,031	USD	13	NA	NA	8.3	8.1	7.6	0.5	0.5	0.5	6.6	6.2	5.7	4%
完美日记	YSG US	794	USD	1	NA	NA	NA	NA	NA	1.5	1.4	1.1	NA	NA	NA	NA
宝尊	BZUN US	309	USD	5	BUY	8	12.5	6.9	4.2	0.2	0.2	0.2	16.2	11.7	5.9	56%
平均							15.8	12.7	10.2	2.2	1.8	1.5	17.5	13.0	15.0	22%
OTA																
携程	TCOM US	21,383	USD	33	BUY	30	NA	20.3	19.4	7.6	5.1	4.0	NA	37.0	21.7	172%
同程艺龙	780 HK	5,316	HKD	19	BUY	17	65.2	26.5	19.6	5.7	4.2	3.4	NA	31.7	20.6	81%
平均							65.2	23.4	19.5	6.6	4.6	3.7	NA	34.4	21.1	127%
游戏																
腾讯	700 HK	400,876	HKD	325	BUY	402	23.9	19.8	16.8	5.0	4.5	4.0	18.2	16.3	14.2	18%
网易	NTES US	45,969	USD	70	BUY	112	14.0	13.8	12.4	3.3	3.1	2.8	11.5	10.6	9.3	6%
心动	2400 HK	1,335	HKD	22	NA	NA	NA	NA	22.6	2.8	2.1	1.6	NA	NA	20.5	NA
金山软件	3888 HK	4,538	HKD	26	NA	NA	NA	55.1	32.4	4.2	3.4	3.1	11.1	8.8	7.6	106%
IGG	799 HK	445	HKD	3	NA	NA	NA	14.4	8.3	0.7	0.6	0.6	NA	4.1	6.2	NA
友谊时光	6820 HK	275	HKD	1	BUY	3	36.0	6.5	NA	1.2	1.0	NA	23.2	4.0	NA	NA
中手游	302 HK	573	HKD	2	BUY	6	8.8	6.4	4.5	1.1	0.9	0.7	13.7	7.5	NA	33%
祖龙	9990 HK	464	HKD	4	NA	NA	NA	25.2	NA	3.3	1.8	2.6	NA	10.7	NA	NA
完美世界	002624 CH	3,739	CNY	13	BUY	49	15.3	13.4	11.5	3.1	2.6	2.3	15.2	13.1	11.1	15%
三七互娱	002555 CH	5,567	CNY	17	BUY	30	12.8	11.0	9.7	2.3	2.0	1.7	9.7	8.2	7.2	14%
巨人网络	002558 CH	2,395	CNY	8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
平均							15.0	14.9	12.9	2.7	2.2	2.2	14.7	9.3	10.9	17%
直播																
陌陌	MOMO US	1,615	USD	8	HOLD	14	6.3	5.9	5.4	0.9	0.9	0.8	2.8	2.6	2.4	8%
YY	YY US	2,450	USD	35	BUY	50	13.9	14.0	11.1	1.0	1.0	0.9	NA	NA	NA	13%
映客	3700 HK	257	HKD	1	NA	NA	5.9	6.6	5.5	0.2	0.2	0.2	NA	NA	NA	15%
斗鱼	DOYU US	416	USD	1	NA	NA	NA	35.5	18.5	0.4	0.4	0.4	NA	NA	NA	NA
虎牙	HUYA US	759	USD	3	BUY	4	NA	NA	29.1	0.6	0.6	0.6	NA	NA	NA	NA
平均							8.7	8.8	7.3	0.6	0.6	0.6	2.8	2.6	2.4	12%
泛文娱																
腾讯音乐	TME US	13,437	USD	8	BUY	7	20.1	18.7	17.3	3.3	3.2	3.0	18.5	16.3	14.8	11%
爱奇艺	IQ US	3,316	USD	4	BUY	4	81.0	20.8	13.4	0.8	0.8	0.7	40.6	23.3	16.2	132%
阅文	772 HK	4,065	HKD	31	NA	NA	21.9	18.1	15.8	3.5	3.1	2.9	23.2	14.9	12.7	18%
哔哩哔哩	BILI US	9,634	USD	24	BUY	21	NA	NA	NA	3.1	2.5	2.1	NA	NA	NA	NA
快手	1024 HK	39,305	HKD	71	BUY	80	NA	NA	30.7	2.9	2.5	2.2	NA	NA	NA	NA
知乎	ZH US	829	USD	1	BUY	2	NA	NA	NA	1.6	1.2	1.0	NA	NA	NA	NA
平均							41.0	19.2	19.3	2.5	2.2	2.0	27.5	18.2	14.6	15%
广告																
百度	BIDU US	41,176	USD	119	BUY	193	14.1	12.9	10.8	2.3	2.1	1.9	12.6	11.5	9.4	13%
微博	WB US	4,372	USD	18	BUY	20	8.8	8.3	7.8	2.4	2.3	2.2	7.8	7.4	6.6	8%
汇量	1860 HK	876	HKD	4	BUY	11	60.8	NA	NA	0.9	0.7	NA	92.7	NA	NA	NA
兑吧	1753 HK	98	HKD	1	BUY	4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
平均							11.5	10.6	9.3	1.9	1.7	2.0	37.7	9.4	8.0	11%
社区零售																
叮咚买菜	DDL US	875	USD	4	NA	NA	NA	42.5	10.0	0.3	0.2	0.2	NA	NA	8.0	NA
每日优鲜	MF US	17	USD	2	NA	NA	NA	NA	NA	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA
平均							NA	42.5	10.0	0.1	0.1	0.1	NA	NA	8.0	NA
软件服务																
微盟	2013 HK	1,905	HKD	6	NA	NA	NA	NA	NA	6.3	5.0	4.3	NA	NA	NA	NA
有赞	8083 HK	507	HKD	0	NA	NA	NA	NA	NA	2.4	2.1	1.7	NA	NA	NA	NA
明源云	909 HK	1,940	HKD	8	BUY	45	NA	NA	82.0	6.5	5.5	4.6	NA	NA	NA	NA
贝壳	BEKE US	18,314	USD	15	NA	NA	73.7	24.9	19.4	2.1	1.8	1.5	NA	20.4	14.4	80%
平均							73.7	24.9	19.4	4.3	3.6	3.0	NA	20.4	14.4	80%
垂直行业																
汽车之家	2518 HK	3,985	HKD	62	NA	NA	14.7	13.7	12.2	4.2	3.9	3.6	5.6	4.0	3.6	11%
贝壳	BEKE US	18,314	USD	15	NA	NA	73.7	24.9	19.4	2.1	1.8	1.5	NA	20.4	14.4	80%
Boss直聘	BZ US	8,648	USD	20	NA	NA	95.7	43.8	27.6	13.4	9.6	6.7	NA	46.4	23.4	67%
平均							61.3	27.5	19.7	6.5	5.1	4.0	5.6	23.6	13.8	53%
总平均							18.8	14.6	12.6	2.8	2.3	2.0	19.2	14.7	13.5	20%

资料来源: 彭博, 截至 2022 年 12 月 14 日

中国科技板块

优于大市

分析师：伍力恒 – alexng@cmbi.com.hk
 杨天薇 – lilyyang@cmbi.com.hk
 刘梦楠 – claudialiu@cmbi.com.hk
 李汉卿 – lihanqing@cmbi.com.hk

需求复苏与国产替代加速双重驱动

科技行业景气有望回暖。2022年在全球宏观经济不确定性以及地缘政治因素的背景下，科技产业链充满挑战，A/H科技板块整体表现较弱，上半年受到疫情反复和俄乌冲突等因素影响，而在下半年由于全球经济压力与消费需求下滑导致板块震荡波动，板块估值目前处于过去5年历史底部。展望2023年，考虑到国内经济复苏、终端需求回暖、VR/AR创新周期、产业政策支持以及半导体国产化趋势，我们预计科技板块将有望逐步修复，科技产业链升级创新和国产替代仍然是明年的投资主线。

消费电子/汽车电子：苹果、VR/AR、智能汽车。经过三年疫情影响和供应链加快全球布局，终端品牌和供应链集中度大幅提升，我们相信龙头公司明年将受益于终端需求回暖和产品创新周期。1) 智能手机：中国从疫情管控中逐步开放，看好需求回暖及折叠屏手机渗透，苹果及小米全球份额稳步提升；2) VR/AR：苹果和三星等巨头明年加速推进，消费级VR产业链具有巨大增长潜力；3) 零部件：折叠机及光学创新（屏下/潜望式/防抖）加速渗透；4) 汽车电子：ADAS拉动车载摄像头持续增长，智能座舱推动车载显示屏幕向智能化发展。

通信设备：在全球经济不确定性较大的情况下，预计投资者继续青睐**电信运营商**板块。**设备商**中兴通讯将持续受益于市场份额提升（2018/1H22: 8%/12%）。随着中国电信运营商将资本开支的重点从5G建设转为投资到更高增速的业务领域（如产业数字化和云计算），**铁塔类基建服务商**中国铁塔和**通讯类印制电路板、覆铜板制造商**的通讯类业务预期将持续承压。**光通讯光模块供应商：**2022年海外云厂商资本开支快速增长，我们认为未来海外云厂商对数据中心的投资仍是重点，但是考虑到宏观经济压力，明年的资本支出或会放缓。

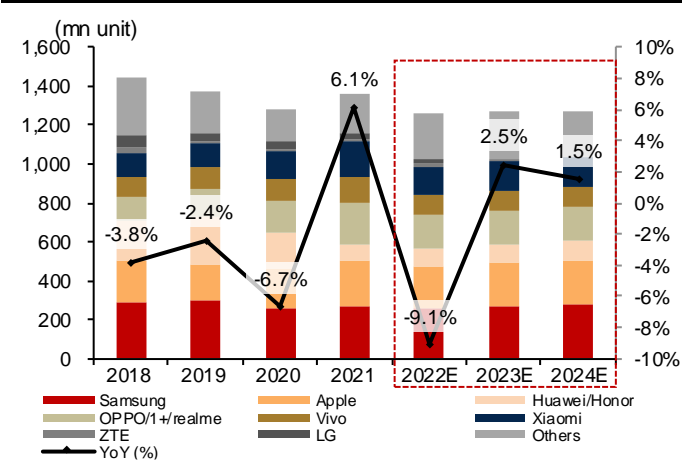
印制电路板：受到宏观经济影响，供应链和物流扰动，以及下游消费电子需求低迷、库存消化缓慢的影响，行业在2022年增速放缓，我们预期2023年行业营收低单位数下滑。中国产业链预计在一季度持续疲弱，下半年随着经济活动恢复，预计产业链将存在复苏机会。

半导体：在全球经济增速放缓和库存调整背景下，半导体行业从2022年上半年进入下行周期，但随着库存快速消化，我们预计行业在2023年上半年周期见底，消费类领域有望迎来库存修复叠加部分需求修复，汽车/工业/HPC下游需求稳健增长，相关板块和晶圆厂景气度有望低位回升。半导体产业国产化率较低，美国科技限制升级和《芯片法案》将加速半导体国产替代进程，看好半导体设备/材料、功率半导体、模拟半导体等板块。

投资策略：聚焦苹果、汽车电子、以及半导体国产替代。展望2023年，在消费电子回暖、汽车电子化快速、VR/AR创新周期以及半导体国产化带动下，我们看好苹果/小米产业链、汽车电子、VR/AR、半导体等板块，建议重点关注舜宇光学、小米集团、歌尔股份、立讯精密、闻泰科技、卓盛微和圣邦股份等行业龙头公司。

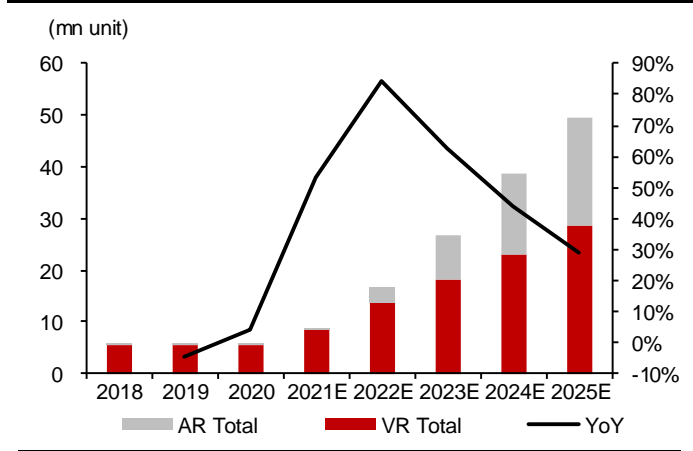
重要图表

图 129:全球智能手机机身市场预测 (2018-2024 年)



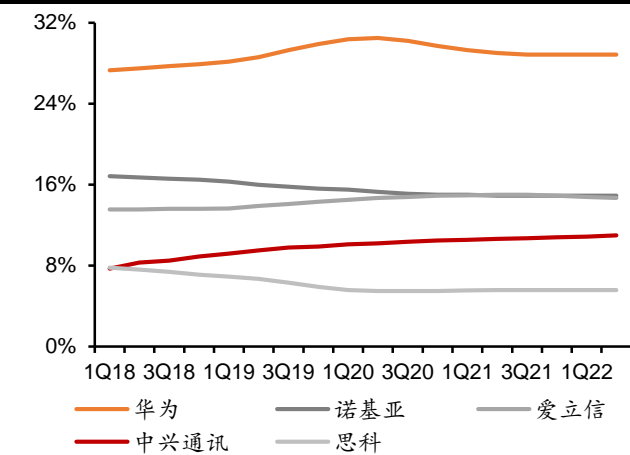
资料来源: IDC, 招银国际环球市场预测

图 130:全球VR/AR市场出货量预测 (2018 -2025 年)



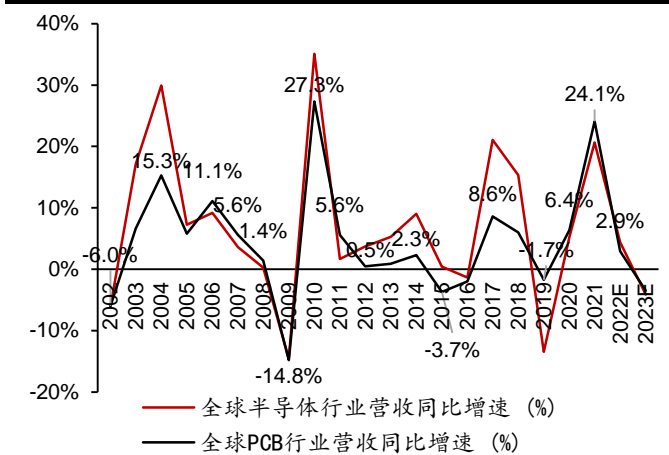
资料来源: IDC, 招银国际环球市场预测

图 131:全球电信设备市场份额



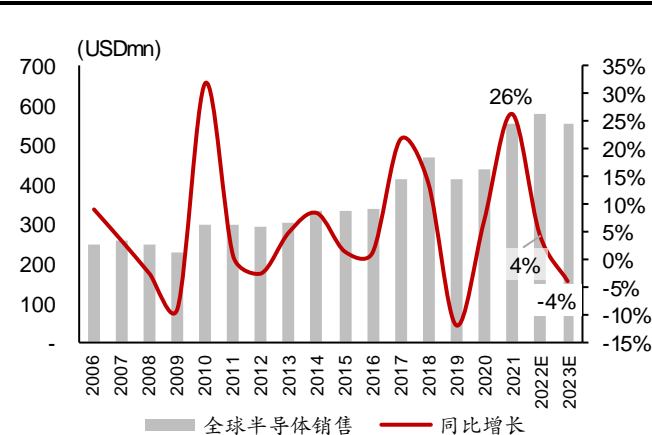
资料来源: Dell'Oro Group, 公司及招银国际环球市场预测

图 132: 2023 年全球印制电路板市场将出现低个位数下滑



资料来源: WSTS, Prismark, 公司及招银国际环球市场预测

图 133:全球半导体市场的周期波动性



资料来源: WSTS, 招银国际环球市场

图 134:海外和中国半导体公司对比

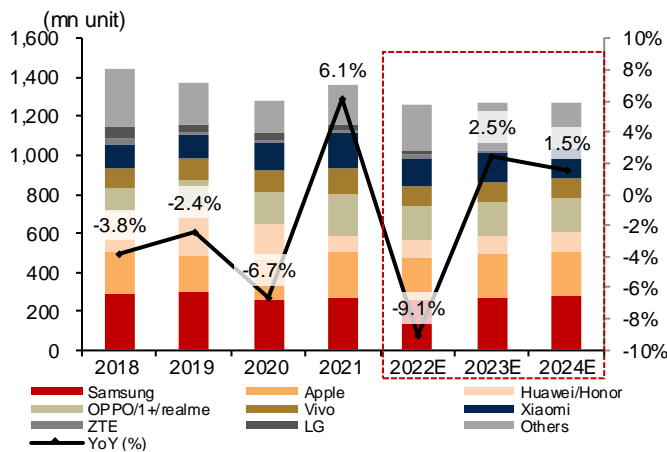
分类	海外半导体公司	中国半导体公司
射频前端	Skyworks、Qorvo、博通、高通	卓胜微、紫光展锐、唯捷创芯
CIS	三星、索尼	韦尔股份、格科微、思特威
模拟	TI、ADI、恩智浦	圣邦股份、矽力杰、思瑞浦
功率	英飞凌、安森美、意法半导体	闻泰科技、士兰微、华润微、斯达半导体、中车时代电气
存储	三星、SK海力士、美光、西部数据	兆易创新、长江存储、合肥长鑫
晶圆代工	台积电、三星、联电、格罗方德	中芯国际、华虹半导体
封测	日月光、安靠、力成	长电科技、华天科技、通富微电
设备	应用材料、拉姆研究、KLA、ASML	北方华创、中微公司、ASM 太平洋、华峰测控

资料来源: 招银国际环球市场

消费电子：苹果、安卓去库存、VR/AR/元宇宙、光学创新

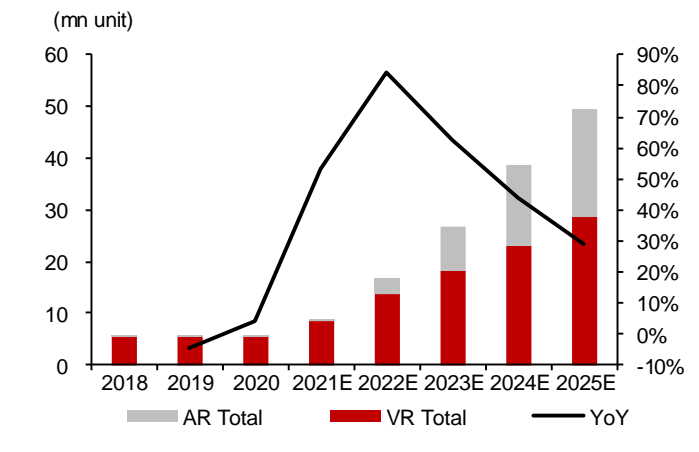
受到俄乌战争、国内疫情反复、海外经济衰退预期、高通胀对于消费力的压制、汇率影响以及手机功能升级趋缓，2022年全球手机市场需求疲软，出货量预计同比下降2.3%，手机品牌、渠道和供应链积极采取去库存的举措，上游供应商出现价格战竞争及亏损情况。我们看好2023年全球手机市场复苏和AR/VR创新周期。1) **智能手机**：随着中国从疫情管控中逐步开放，明年手机市场有望回暖，看好折叠屏手机加速渗透进程，苹果iPhone以及小米在全球市场份额的稳步提升。2) **AR/VR**：VR/AR核心技术持续优化，苹果等科技巨头明年加速推进，消费级VR设备产业链具有巨大增长潜力。3) **零部件**：折叠机及光学创新（广角/变焦/防抖）加速渗透，利好相关零部件公司。我们相信过去几年的疫情影响和地缘风险因素将促使全球科技供应链加快印度、越南等地产能布局。建议关注手机龙头小米集团（1810 HK）、光学领先企业舜宇光学（2382 HK）、苹果产业链立讯精密（002475 CH）、CIS龙头韦尔股份（603501 CH）以及VRXR龙头歌尔股份（002241 CH）。

图 135: 全球智能手机机身市场预测 (2018-24 年)



资料来源：IDC, 招银国际环球市场预测

图 136: 全球 VR/AR 市场出货量预测 (2018-2025 年)



资料来源：IDC, 招银国际环球市场预测

2023 年手机市场迎来复苏，关注较高成长确定性品牌手机。我们预计 2023 年全球智能手机出货量将同比增长 2.5% 至 12.7 亿部，2023-25 年 CAGR 2.3%，低个位数稳定增长。我们预计中国品牌手机市场格局将较为稳定，苹果占据高端市场份额绝对优势，小米/荣耀/OPPO/vivo 将在中低端市场互相抗衡，华为市场份额的稳步提升可能成为明年中国手机市场中的不确定因素。苹果方面，我们看好 iPhone 14 系列及高端手机销售在高通胀、弱宏观的环境下持续跑赢手机市场大盘表现，预计 2023/24 年 iPhone 出货量将达到 2.75/2.79 亿台，同比增长 3%/2%。小米方面，我们持续看好公司受益于中国手机市场复苏逻辑，并在全球手机市场不断提升市场份额，预计 2023 年出货量同比增长 1% 至 1.53 亿台。

关注屏幕、光学等细分领域创新升级，以及领先配置在中低端手机中加速渗透。1) **屏幕**：折叠屏手机市场进入加快渗透阶段，柔性 AMOLED 折叠屏产量及良率持续提升。在全球安卓品牌厂商陆续推出折叠屏手机后，我们预期苹果于 2024 年推出折叠屏 iPhone，引领新一轮换机周期，利好京东方等供货商。2) **光学**：光学镜头及模组制造商库存去化进展明显，2023 年将有望迎来回补库存和拉货需求。屏下摄像头、潜望式长焦、防抖功能等方向有望进一步渗透，利好舜宇光学（2382 HK）和丘钛科技（1478 HK）。

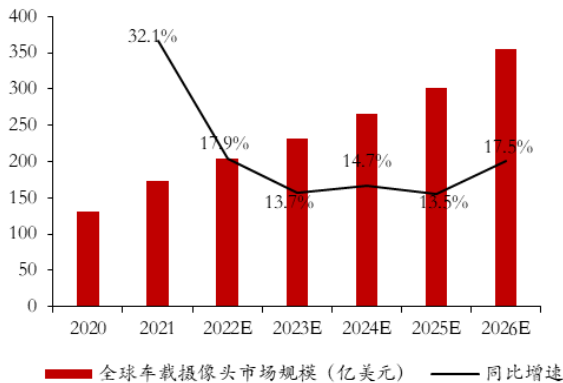
汽车电子：ADAS 打开摄像头市场空间，车载显示市场前景可观

受益于智能网联汽车高速发展和高端新能源汽车系统渗透率不断提升，汽车电子市场快速发展。车载摄像头作为汽车自动驾驶感知设备之一，通过镜头和图像传感器实现图像信息采集功能。随着自动驾驶 ADAS 不断升级，车载摄像头需求持续增长。据 Yole 预测，2030 年全球车载摄像头平均搭载量将从 2022 年的 3 颗增加至 8.9 颗，复合增速为 14.6%。展望未来，预计单车摄像头需求量增加叠加 ASP 提升将推动车载摄像头市场规模持续增长。

CIS 是车载摄像头核心组件，随着自动驾驶推进对显示技术要求不断提升，CIS 需求和技术水平将加速提高。据 ICV Tank 预测，全球车载 CIS 市场规模在 2022-26 年将以 19% 复合增速增长至 90.7 亿美元。ADAS 升级和渗透率提升将打开车载摄像头市场空间，建议关注：

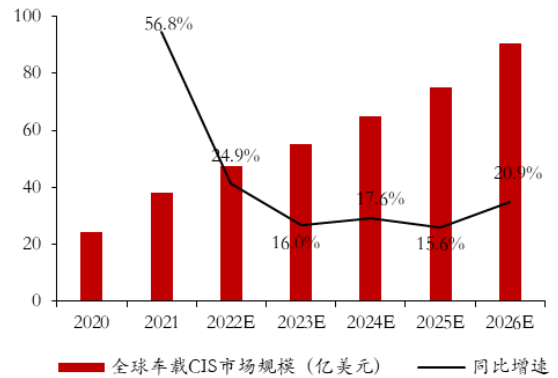
1) 车载镜头和模组：舜宇光学、丘钛科技、联创电子等；2) CIS：韦尔股份、思特威等。

图 137: 全球车载摄像头市场规模预测及同比增速



资料来源：ICV Tank, 招银国际环球市场预测

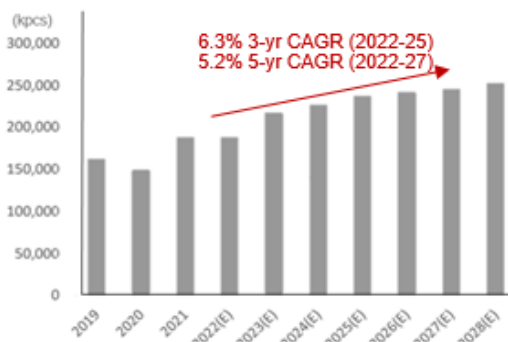
图 138: 全球车载 CIS 市场规模预测及同比增速



资料来源：ICV Tank, 招银国际环球市场预测

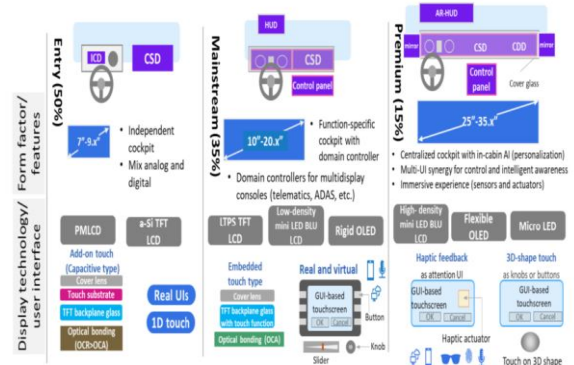
随着汽车向电气化、网络化和智能化发展，智能座舱对中控显示、仪表盘、抬头显示、后视镜和后座娱乐显示等需求增加，推动车载显示屏幕不断向多屏化、大屏化和智能化发展；同时，显示技术如 OLED, Mini/Micro LED 和透明显示不断升级，未来车载显示市场前景可观。目前车载显示行业集中度较低；基于中国作为最大汽车消费市场和拥有领先的面板世代线和先进的显示技术，国内厂商纷纷布局车载显示领域，市占率不断攀升。京东方精电作为全球领先的车载显示龙头，将受益于高端汽车显示领域不断渗透、智能座舱技术升级和成都显示基地推动未来成长；同时建议关注深天马、信利国际、维信诺、TCL 科技等。

图 139: 全球车载显示出货量预测



资料来源：Omdia, 招银国际环球市场预测

图 140: 智能座舱设计及显示技术趋势 (2021-2026 年)



资料来源：Omdia, 招银国际环球市场预测

通讯板块：投资者或持续青睐表现较为稳健的通讯板块

2023年，全球（除中国外）主要经济体受到经济衰退的阴云笼罩，投资者或持续青睐表现较为稳健的通讯板块：1) 收入稳定，2) 盈利确定性高，3) 高股息和 4) 地缘政治影响小。

今年我们看到三大运营商的资本开支重点开始从5G建设转为投资其他更高增速的业务领域（产业数字化和云计算），对通讯产业链的影响如下：

■ 通讯设备商

影响有限，因中国通讯运营商资本支出数额仍有小幅增长。同时，海外业务（如东南亚5G的建设和光纤项目的机会等）也陆续重启。中兴通讯（763 HK，买入，目标价25港元）在5G和非5G市场的份额均有增长，全球市场份额在1H22提升至12%（2018年为8%）。

■ 铁塔类基建服务商

中国铁塔（788 HK，持有，目标价1.01港元）的传统塔类业务收入（2021年收入贡献84%）占运营商运营成本比例逐年下降。预计未来两年总收入维持中低单位数增长。

■ 通讯类印制电路板、覆铜板制造商

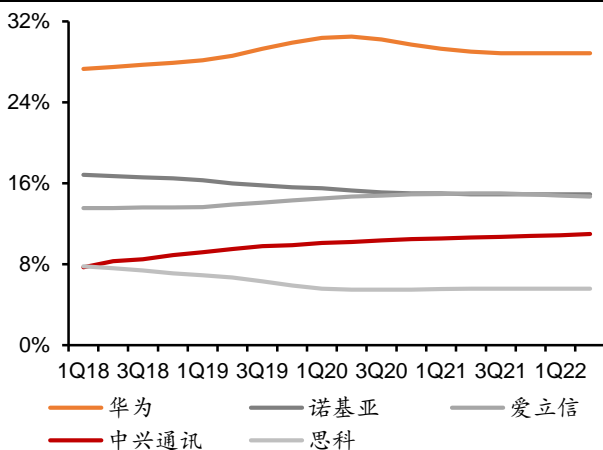
2022年三季度压力显现，符合我们预测的“5G基站招标延迟和相关资本支出增长疲软对供应链造成压力”（[报告链接](#)）。预计通讯类业务因中国电信业资本开支的转向持续承压。

光通讯光模块供应商：2022年海外云厂商资本开支快速增长，我们认为未来海外云厂商对数据中心的投资仍是重点；但是考虑到宏观经济压力，明年的资本支出或会放缓。

印制电路板：行业疲弱至明年一季度；下半年或存在复苏机会

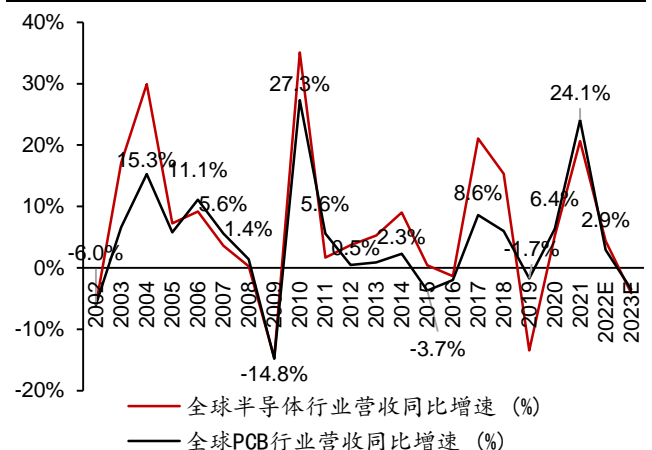
印制电路板（PCB）行业在2022年三季度增速放缓，环比增长仅有2.3%，为五年来最低（该季度前四年平均增速为13.5%），主要受到1) 宏观经济的影响，2) 供应链和物流的扰动，以及3) 下游消费电子需求低迷、库存消化缓慢的影响。预计四季度将持续疲弱态势。我们预计2022/23年全年行业营收增长2.9%/下滑低单位数。受到整个行业低迷的影响，中国PCB产业链也受到了冲击。我们预计中国产业链明年一季度市场会持续疲弱，下半年或存在复苏机会。（[报告链接](#)）

图 141: 全球电信设备市场份额



资料来源：Dell'Oro Group, 公司及招银国际环球市场预测

图 142: 2023年印制电路板市场营收低个位数下滑



资料来源：WSTS, Prismark, 公司及招银国际环球市场预测

半导体：行业需求有望回暖，国产替代进程加速

在全球经济增速放缓和库存调整背景下，半导体行业从2022年上半年进入下行周期，随着消费电子库存快速消化，我们预计行业在2023年上半年周期见底，消费类领域有望迎来库存修复叠加部分需求修复，拉动相关芯片需求，同时汽车/工业/HPC下游需求稳健增长，建议关注相关增长板块。晶圆厂方面，上半年业绩将承压，但随着供需关系持续改善，景气度有望低位回升，另外国内晶圆厂拥有庞大下游需求，建议关注华虹半导体和中芯国际。此外，中国半导体产业国产化率较低，国产替代空间仍然巨大，我们认为美国科技限制升级和《芯片法案》将加速半导体国产替代进程，看好半导体设备/材料、功率半导体、模拟半导体等板块，建议关注卓盛微、圣邦股份、北方华创和闻泰科技。

功率半导体

2022年，受益于新能源市场（电动车、光伏、风电等）的旺盛需求，功率半导体板块景气度高企。根据NE时代的统计数据，截至今年前三季度，中国新能源汽车用功率模块出货量同比增长58%。需求大幅增长的同时，交付压力加大，供应链紧张。

图 143: IGBT 产品交付周期维持高位

供应商	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Fairchild	13-20	13-20	13-20	18-26	26-36	26-52	39-52	39-52	39-52	39-52	39-52
Infineon	22-30	18-20	18-20	18-26	26-36	39-50	39-50	39-50	39-50	39-50	39-50
IXYS	26-30	26-30	26-30	26-30	26-30	30-40	30-40	47-52	50-54	50-54	50-54
Microsemi	25-30	18-20	18-20	22-32	26-40	40-52	40-52	40-52	40-52	42-52	42-52
STMicro	16-20	14-18	14-18	18-24	24-30	36-42	36-42	47-52	47-52	47-52	47-52

资料来源: Futureelectronics, 公司及招银国际环球市场预测

展望2023年，尽管市场对于宏观经济压力、消费需求疲弱以及中国新能源汽车补贴政策有担忧，我们仍然看好中国功率半导体板块的前景：一方面来自于新能源汽车的渗透率持续走高，另一方面来自于国产替代的驱动。国内厂商比亚迪半导体、斯达半导（603290 CH）和时代电气（688187 CH/3898 HK），出货量和市场份额将进一步提升。

图像显示芯片

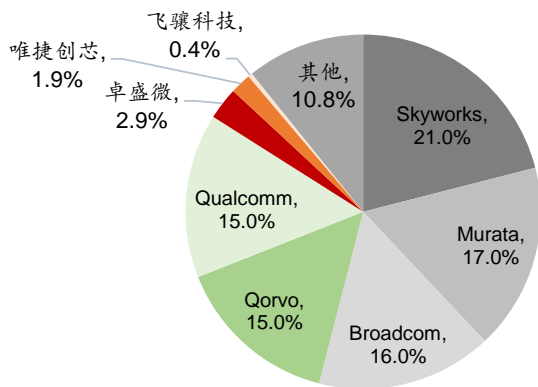
中国图像显示芯片行业的下游应用较广，2023年各终端市场的展望分化：1) 消费电子需求预期短期内依旧疲软，国内厂商仍在去库存阶段；2) 受惠于汽车电子化，车载摄像头需求显现出韧性，我们预计车用显示芯片仍将增长；3) 工业需求或因中国疫情影响减弱、经济活动加速后，出现增长。

国内厂商在国内车载图像显示芯片市场上的份额持续提升，但需求短期内依旧疲软、国内显示芯片厂商库存水位较高都将令国内厂商的收入和毛利持续承压。

射频前端芯片

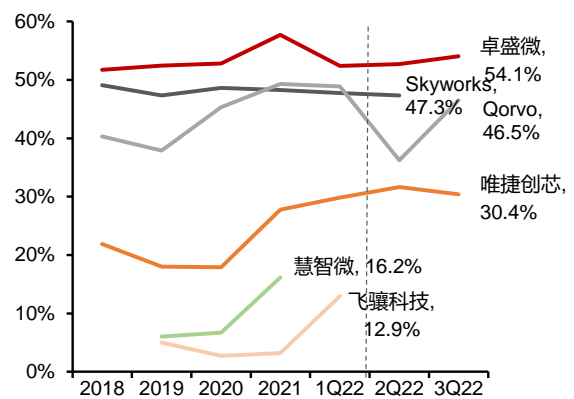
2022年前10月的全球手机出货量约为11.97亿部，同比下滑10.7%。受累于手机市场需求疲弱，国内射频前端芯片行业遭到了较大的冲击。短期内，我们认为国内厂商将持续面临来自于终端市场的压力。然而，随着半导体国产替代的趋势，国内厂商的份额有望提升。看好行业龙头卓盛微（300782 CH，买入，目标价107.8元）在滤波器产品上的突破，以及产品种类覆盖的增加。即便在需求不振的情况下，公司的毛利率依旧维持在50%+，展示出公司业务的高技术壁垒和很强的产品竞争力。

图 144: 前五大海外厂商占全球射频前端市场份额为84%；看好国内龙头厂商国产替代机会



资料来源：Yole, 公司及招银国际环球市场预测

图 145: 虽然手机终端市场需求疲软，卓盛微毛利率依旧维持高位，展示出公司业务高壁垒和产品的强竞争力

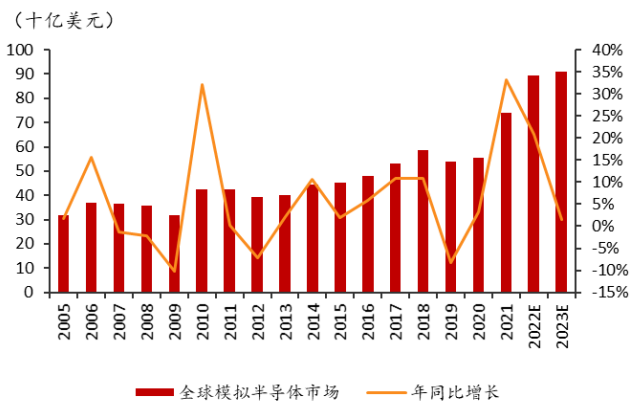


资料来源：Yole, 公司及招银国际环球市场预测

模拟半导体：保持较高业绩韧性，静待周期回暖

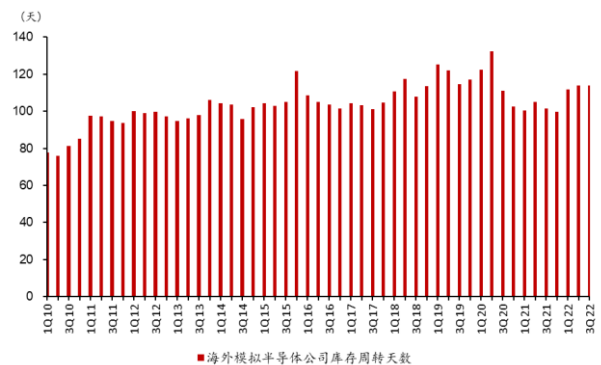
根据WSTS预测，全球模拟半导体市场2022年同比增长21%，维持较高成长韧性；2023年预计将同比增长1.6%，对比整体行业同比下降4.1%，体现出平滑周期的行业属性。我们预计非消费类工业和汽车下游需求将保持较高景气度，订单能见度目前维持6个月以上；库存方面，全球模拟龙头的库存周转天数连续3个季度上升后，有望明年上半年见顶回落；资本支出方面，与存储、晶圆代工厂和逻辑芯片厂商不同，全球模拟半导体行业的资本支出计划未受到周期下行影响。中国模拟半导体市场规模巨大且稳定增长，目前自给率较低，随着国内模拟龙头企业加速发展，国产替代率将继续提升，建议关注圣邦股份和思瑞浦。

图 146: 全球模拟半导体市场总量及增速



资料来源：WSTS, 招银国际环球市场预测

图 147: 全球主要模拟半导体公司库存周转天数



资料来源：公司及招银国际环球市场预测

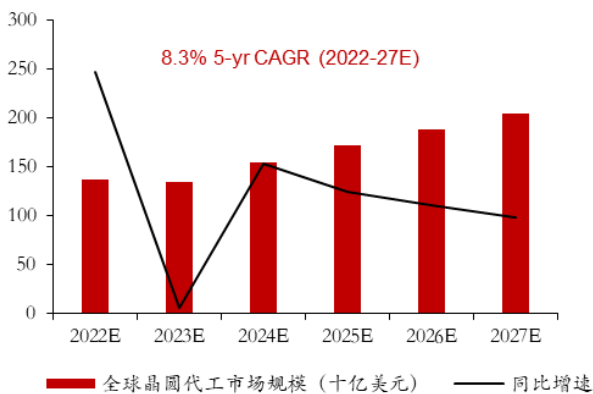
晶圆代工：预计 1Q23 行业周期见底；12 英寸为长期扩产主力

需求端方面，尽管消费电子下游需求疲软但 4Q22 行业库存快速消化，预计 1Q23E 行业周期见底，消费类终端需求有望回暖。此外，汽车、数据中心、工业和 5G 下游需求稳健增长。据 Digitimes，受益于 ASP、客户长约绑定 (LTA) 和扩产驱动，2022 年晶圆代工行业营收将同比增长 26%；考虑库存调整延续和经济前景不佳影响消费，预计 2023 年晶圆代工营收将同比减少 2.3%。长远来看，5G 和 HPC 应用不断成熟、电子产品含硅量提升和 IDM 扩大芯片委外代工，预计 FY22-27E 晶圆代工营收将以 8.3% 符合增速增长。

供给端方面，晶圆代工受需求及行业库存调整影响，产能利用率从 3Q22 开始下滑；随着供需关系持续改善，预计产能利用率有望在 2Q23E 企稳回升。展望 2023 年，因通货膨胀、宏观经济不确定性、经济衰退风险和出口管制影响，全球晶圆代工厂预计下调资本开支，扩产步伐放缓。目前，8 英寸和 12 英寸为晶圆厂主要配置；但因生产效率及成本因素考虑，预计 12 英寸仍为晶圆厂长期扩产主力。

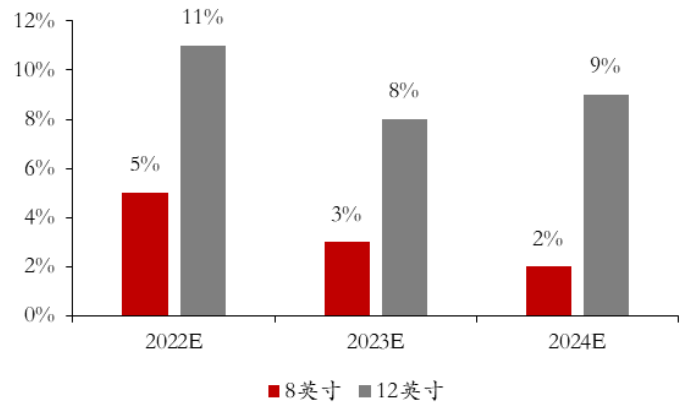
投资建议：1) 建议关注全球晶圆代工龙头**台积电**，主要考虑其领先的先进制程技术、庞大的客户群体（苹果、AMD 和英伟达等）和稳固行业龙头地位；2) 国内标的推荐**华虹半导体**，因其专注于成熟制程和深耕特色工艺领域；3) 建议关注**联华电子**、**中芯国际**等。

图 148: 全球晶圆代工市场营收规模预测及复合增速



资料来源：Digitimes, 招银国际环球市场预测

图 149: FY22-24E 全球晶圆厂 8/12 英寸产能同比增速预测



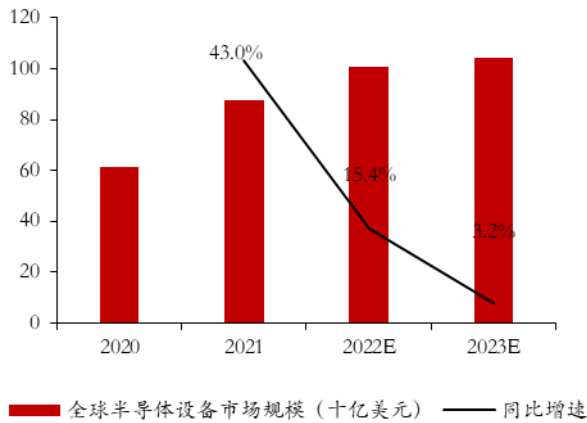
资料来源：SEMI, 招银国际环球市场预测

半导体设备：2023 年全球半导体设备市场放缓；国产替代进程加速

全球半导体设备行业龙头 ASML/Lam Research/KLA 预计 2022 年市场将同比增长 13%/14%/26%；但考虑终端需求疲软导致晶圆厂扩产减缓和出口管制影响，全球半导体设备厂下调 2023 年市场指引：1) LAM Research 预计全球晶圆设备市场规模将同比减少 20%（内存更大压力）；2) KLA 预计全球半导体设备支出将减少 20%；3) ASML 对客户资本支出不确定但认为 2023 年出货量有望维持。

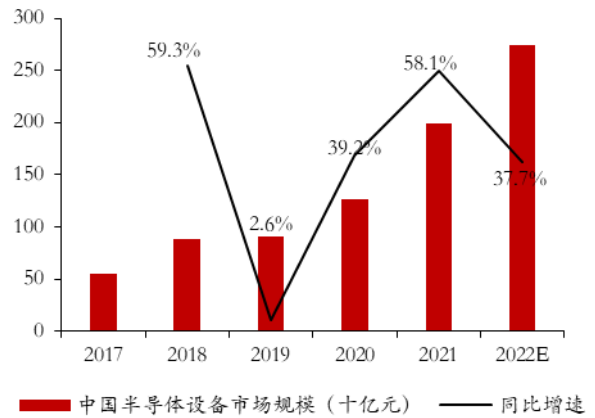
迫于美国新出口管制，国内晶圆厂设备去美化持续进行，包括外包中国、欧洲和日本设备制造商以扩展 28 纳米及以上产线。长期来看，我们预计美国新出口管制和《芯片法案》将加速中国半导体设备国产替代进程。我们建议关注北方华创、中微公司、盛美上海、至纯科技、拓荆科技、万业企业、芯源微、华海清科等公司。

图 150: 全球半导体设备市场规模预测及同比增速



资料来源: SEMI, 招银国际环球市场预测

图 151: 中国半导体设备市场规模预测及同比增速



资料来源: SEMI, 招银国际环球市场预测

图 152: 可比公司

公司	代码	评级	市值 (百万美元)	股价 (LC)	目标价 (LC)	上行/下 空间	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		净资产回报率	
							FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E
传感芯片												
韦尔股份	603501 CH	持有	14,545	85.65	78.2	-9%	35.6	24.6	4.8	4.0	16.9	19.7
格科微	688728 CH	买入	7,095	19.80	NA	NA	51.6	42.4	5.8	4.7	11.6	12.6
唯捷创芯	688153 CH	未评级	2,625	44.80	NA	NA	497.8	154.5	-	-	-	-
索尼	6758 JP	未评级	99,982	10895.00	NA	NA	15.5	15.7	2.0	1.8	14.1	11.6
			均值				150.1	59.3	4.2	3.5	14.2	14.6
射频芯片												
卓胜微	300782 CH	买入	9,028	117.96	107.8	-9%	44.0	34.7	7.2	6.1	15.8	17.7
思佳讯	SWKS US	未评级	15,013	93.74	NA	NA	8.4	9.6	2.8	2.4	31.2	24.2
博通	AVGO US	未评级	225,994	558.00	NA	NA	14.9	13.7	10.4	10.6	66.5	67.2
科沃	QRVO US	未评级	9,820	96.85	NA	NA	8.0	15.5	2.3	2.4	29.3	14.5
			均值				18.8	18.3	5.7	5.4	35.7	30.9
模拟芯片												
圣邦股份	300661 CH	未评级	9,577	187.50	NA	NA	67.2	54.6	18.5	13.3	32.5	29.7
思瑞浦	688536 CH	未评级	5,310	309.57	NA	NA	92.3	53.9	9.4	8.3	10.9	15.8
艾为电子	688798 CH	未评级	2,588	108.72	NA	NA	71.6	43.5	4.8	4.5	6.2	9.3
德州仪器	TXN US	未评级	154,296	170.01	NA	NA	18.2	21.2	10.6	9.8	61.4	47.1
亚德诺半导体	ADI US	未评级	84,589	166.09	NA	NA	17.6	16.9	2.4	2.3	13.4	12.3
			均值				53.4	38.0	9.1	7.6	24.9	22.8
功率芯片												
闻泰科技	600745 CH	买入	10,371	58.03	88.6	53%	24.7	18.0	2.0	1.8	8.1	10.2
士兰微	600460 CH	未评级	7,625	37.55	NA	NA	47.6	35.0	7.0	5.5	15.3	17.9
华润微	688396 CH	未评级	10,731	56.69	NA	NA	29.3	26.8	3.8	3.4	13.6	12.6
斯达半导体	603290 CH	未评级	8,096	330.62	NA	NA	69.8	51.6	10.0	8.7	14.6	16.9
英飞凌	IFX GR	未评级	42,402	30.51	NA	NA	15.9	14.5	2.9	2.4	18.4	16.6
安森美	ON US	未评级	27,788	64.26	NA	NA	12.2	14.2	4.5	3.5	39.3	27.3
			均值				33.2	26.7	5.0	4.2	18.2	16.9
晶圆代工												
中芯国际	688981 CH	未评级	25,434	42.77	NA	NA	28.5	34.7	2.7	2.5	9.3	7.5
华虹半导体	1347.HK	未评级	4,813	28.65	NA	NA	12.2	13.4	1.5	1.3	12.8	14.3
台积电	2330 TT	未评级	394,508	467.50	NA	NA	12.0	12.5	4.1	3.4	39.4	30.2
联电	2303 TT	未评级	17,487	43.00	NA	NA	6.0	8.4	1.6	1.6	28.6	18.9
			均值				14.7	17.3	2.5	2.2	22.5	17.7
半导体设备												
北方华创	002371 CH	未评级	18,729	247.12	NA	NA	64.7	48.1	6.9	6.1	11.0	13.1
中微公司	688012 CH	未评级	9,741	110.23	NA	NA	62.7	49.5	4.5	4.2	7.3	8.7
拓荆科技-U	688072 CH	未评级	4,369	240.88	NA	NA	118.0	74.7	11.0	9.6	12.8	15.5
ASM 太平洋	522 HK	未评级	3,095	58.30	NA	NA	9.0	12.8	1.5	1.4	17.2	11.2
阿斯麦	ASML US	未评级	236,376	586.34	NA	NA	39.7	29.6	25.4	21.1	58.6	74.0
应用材料	AMAT US	未评级	89,954	104.56	NA	NA	14.2	15.4	7.5	7.0	53.2	40.0
			均值				51.4	38.3	9.5	8.2	26.7	27.1

资料来源: 彭博及招银国际环球市场

图 153:可比公司

公司	代码	评级	市值 (百万美)	股价 (LC)	目标价 (LC)	上行/下行 空间	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		净资产回报率 (%)	
							FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E
光学												
舜宇光学	2382 HK	持有	13,126	93.05	102.3	10%	33.4	22.6	3.9	3.5	11.8	15.3
丘钛科技	1478 HK	买入	650	4.27	5.6	31%	16.7	8.1	0.9	0.8	5.5	10.3
信利国际	732 HK	未评级	529	1.28	NA	NA	-	-	-	-	-	-
瑞声科技	2018 HK	持有	2,684	17.32	15.4	-11%	23.5	14.5	0.8	0.8	3.5	5.6
高伟电子	1415 HK	未评级	1,194	11.08	NA	NA	14.8	11.0	2.9	2.3	22.2	24.6
大立光	3008 TT	未评级	9,890	2270.00	NA	NA	12.9	17.0	1.9	1.9	15.5	11.8
欧菲科技	002456 CH	未评级	2,363	5.06	NA	NA	-	-	3.3	3.8	(30.2)	(12.8)
			均值				20.3	14.6	2.3	2.2	4.7	9.1
声学/触控马达												
瑞声科技	2018 HK	持有	2,684	17.32	15.4	-11%	23.5	14.5	0.8	0.8	3.5	5.6
立讯精密	002475 CH	买入	32,326	31.77	52.3	65%	22.5	18.3	4.1	3.4	18.2	18.6
歌尔股份	002241 CH	买入	8,771	17.91	*44.7	NA	11.2	9.1	1.9	1.6	17.1	17.8
			均值				19.1	14.0	2.3	1.9	12.9	14.0
连接器												
鸿腾精密	6088 HK	买入	1,825	1.95	1.8	-6%	9.6	8.5	0.7	0.6	6.9	7.4
立讯精密	002475 CH	买入	32,326	31.77	52.3	65%	22.5	18.3	4.1	3.4	18.2	18.6
泰科电子	TEL US	未评级	39,416	124.25	NA	NA	17.0	17.9	3.7	3.4	22.0	19.8
安费诺	APH US	未评级	48,631	81.72	NA	NA	27.5	26.8	7.2	6.3	28.1	26.7
			均值				19.2	17.8	3.9	3.4	18.8	18.1
机壳												
通达集团	698 HK	买入	165	0.13	0.2	67%	4.4	3.3	0.1	0.1	2.3	3.0
东江集团	2283 HK	买入	177	1.65	3.4	105%	4.0	3.2	0.7	0.7	18.6	20.7
比亚迪电子	285 HK	持有	7,621	26.30	20.4	-22%	32.3	19.2	2.1	1.9	6.4	9.9
长盈精密	300115 CH	未评级	1,954	11.35	NA	NA	117.0	18.8	2.9	1.9	1.5	15.0
蓝思科技	300433 CH	未评级	7,956	11.16	NA	NA	25.1	15.8	1.3	1.2	5.1	7.7
			均值				36.6	12.0	1.4	1.1	6.8	11.2
EMS												
比亚迪电子	285 HK	持有	7,621	26.30	20.4	-22%	32.3	19.2	2.1	1.9	6.4	9.9
立讯精密	002475 CH	买入	32,326	31.77	52.3	65%	22.5	18.3	4.1	3.4	18.2	18.6
鸿海精密	2317 TT	未评级	45,931	101.50	NA	NA	9.8	9.0	0.9	0.9	9.9	10.2
和硕	4938 TT	未评级	5,529	63.50	NA	NA	10.6	9.5	0.9	0.9	8.7	9.1
纬创	3231 TT	未评级	2,775	29.30	NA	NA	8.5	8.7	0.9	0.8	11.2	9.7
			均值				29.0	20.9	6.6	5.0	13.6	19.9
通讯设备												
中兴通讯	763 HK	买入	16,903	18.06	25%	38%	9.0	8.0	1.3	1.2	15.4	15.6
烽火通信	600498 CH	未评级	2,342	13.77	NA	NA	40.5	33.2	1.3	1.2	-	-
诺基亚	NOK US	未评级	28,105	4.99	NA	NA	11.4	10.4	1.4	1.3	10.9	11.1
爱立信	ERIC US	未评级	21,868	6.52	NA	NA	10.3	9.1	1.7	1.5	18.2	18.3
			均值				20.3	17.2	1.3	1.2	13.1	13.4
光器件												
光迅科技	002281 CH	未评级	1,676	16.72	NA	NA	18.3	17.0	1.9	1.7	10.5	10.7
中际旭创	300308 CH	买入	3,283	28.60	38.5	35%	19.6	16.3	1.8	1.6	9.6	10.5
			均值				18.9	16.6	1.9	1.7	10.0	10.6
天线/射频												
京信通信	2342 HK	未评级	511	1.43	NA	NA	20.4	15.1	1.0	1.0	4.6	6.0
通宇通讯	002792 CH	未评级	655	11.37	NA	NA	-	-	-	-	-	-
摩比发展	947 HK	未评级	21	0.20	NA	NA	-	-	-	-	-	-
信维通信	300136 CH	未评级	2,391	17.24	NA	NA	21.4	16.1	2.5	2.2	11.6	14.0
立讯精密	002475 CH	买入	32,326	31.77	52.3	65%	22.5	18.3	4.1	3.4	18.2	18.6
			均值				21.5	16.5	2.5	2.2	11.5	12.9
印刷电路板/覆铜板												
深南电路	002916 CH	持有	5,611	76.32	87	14%	22.9	19.6	3.5	3.0	16.7	17.0
生益科技	600183 CH	持有	5,126	15.37	14.8	-4%	18.9	15.3	2.5	2.3	14.2	14.8
沪电股份	002463 CH	未评级	3,428	12.61	NA	NA	18.8	14.3	2.9	2.5	17.4	18.4
			均值				20.2	16.4	3.0	2.6	16.1	16.7
服务商												
中国铁塔	788 HK	持有	20,372	0.90	1.01	12%	16.2	14.7	0.7	0.7	4.5	4.9
中国通信服务	552 HK	未评级	2,405	2.70	NA	NA	5.0	4.7	0.4	0.4	8.5	8.6
			均值				10.6	9.7	0.6	0.6	6.5	6.7

资料来源：彭博及招银国际环球市场

中国软件及 IT 服务板块

优于大市

分析师：颜宇翔 - marleyngan@cmbi.com.hk

李博文 - libowen@cmbi.com.hk

聚焦国产化替代机遇

外部环境不确定，产业链安全重要性增加

受中美科技战升温、国内疫情反复等因素影响，板块在 2022 年回调接近 40%。展望 2023 年，我们相信国内企业 IT 支出仍然保守，IaaS + PaaS 云市场增速落在 10-20% 区间，市场竞争激烈，同时中美科技战持续，加快国内 IT 产业链替换需求。我们偏好带有国产替代主题的软件及 IT 服务标的，包括金蝶国际（268 HK），中软国际（354 HK）及广联达（002410 CH）。同时建议投资者关注 AI 在工业应用的机会，包括海康威视（002410 CH）及商汤（20 HK）。

中美科技战升温，国产替代迫在眉睫

从 2021 年拜登政府时期开始，美国对中国科技的遏制有升温趋势，涉及的制裁方向从针对个别企业（实体清单，非 SDN 军事清单）转为针对特定技术（GPU，芯片设计软件 EDA，高端芯片制造设备等），意图切断中国在高端技术包括人工智能、芯片等领域的发展。展望 2023 年，我们相信中美科技战将持续，这将加快国内 IT 产业链的替换需求，信创产业链将继续受惠，利好金蝶国际（268 HK）。

云市场增速放缓，竞争格局变化持续

国内公有云 49% 的收入来自互联网客户。受国家政策影响，国内云市场结构正在发生变化，从过去的互联网应用转为由企业数字化、云化转型所驱动，但受宏观经济疲弱影响，我们判断在 2023 年，中国 IaaS + PaaS 云市场同比增速落在 10-20% 水平。同时，这几年电信运营商像华为和中国电信等大幅投入云服务，市场竞争激烈，预计电信运营商市场份额继续提升，建议投资者关注华为云服务供应商中软国际（354 HK）。另一方面，SaaS 行业估值受美国加息影响，中美 SaaS 公司 2022 年年内跌幅 40%，预计在 2023 年，随着加息步伐放缓，SaaS 估值有提升空间，特别是订阅收入占比高的公司，包括广联达（002410 CH）及金蝶（268 HK）。至于云资本开支，我们认为云服务商的资本开支仍处于下行周期，采购服务器以及对 IDC（互联网数据中心）的需求疲软，短期 IDC 行业缺乏催化剂。

AI+安防 2023 年小幅回暖，关注 AI 在工业领域的机会

中国 AI 市场主要的行业应用还是在政府城市治理和运营，占总体市场的 49%。2022 年国内受新冠疫情影响，政府财政支出谨慎，前三季度公共财政支出同比增长 6.2%，同时，政府安防类项目招标数量继续放缓，同比下降 7%。展望 2023 年，我们预计 AI+安防行业将随政府公共开支增加而回暖，全年 AI+安防需求小幅回升。另外，随着国内提出推动制造业优化升级，我们相信 AI 在工业领域的渗透率将初步提高。建议投资者关注海康威视（002415 CH）及商汤（20 HK）。

中美科技战升温，国产替代迫在眉睫

从针对特定企业到针对特定技术

从2018年的中美贸易战开始，美国出台了多项针对特定企业的管制措施，包括把华为、海康、商汤等企业列入实体清单和非SDN中国军事综合体企业清单等，意图阻止这些在清单上的企业获得美国技术或投资方面的支持。从2021年拜登政府时期开始，我们看到美国对中国科技的遏制有升温趋势，涉及的制裁方向从针对个别企业转为针对特定技术，意图切断中国在高端技术包括人工智能、芯片制造等领域的发展。

图 154: 在川普政府时期，美国对中国的主要科技政策

制裁	影响
实体清单 (Entity List)	<ul style="list-style-type: none"> 在实体清单的公司需要先获得美国商务部发出的许可证，才能购买美国技术的产品，含有美国技术或服务的成分不能超过货品总价值的 25%
非 SDN 中国军事综合体企业清单 (NS-CMIC list)	<ul style="list-style-type: none"> 美国人不能购买在 NS-CMIC 清单上任何公开交易的证券

资料来源: BIS, 招银国际环球市场

图 155: 在拜登政府时期，美国对中国的主要科技政策

制裁	影响
EDA (芯片设计软件)	<ul style="list-style-type: none"> 限制向中国大陆提供针对开发带有任何 GAAFET (芯片制程突破 3nm 及以下技术节点关键) 结构的集成电路软件
芯片制造设备	<ul style="list-style-type: none"> 限制向中国大陆提供用于制造 16 纳米级以下逻辑芯片, 18 纳米及以下的 DRAM 存储器和 128 层及以上的 NAND 的工具
GPU	<ul style="list-style-type: none"> 限制向中国大陆出口高性能计算芯片 (Nvidia A100, H100 及 AMD MI250), 任何设计性能超过这一门槛芯片, 只要在设计过程中使用了美国技术, 就会受到出口管制

资料来源: BIS, 招银国际环球市场

加快国产替代，利好信创产业链

多年来 Windows + Intel 的 Wintel 生态几乎垄断了中国的数字化基础设施及基础软硬件，信创的关键在于自主可控及信息安全，摆脱对国外技术的过度依赖。展望 2023 年，我们相信中美科技竞争将持续，这将加快国内 IT 产业链的替换，信创产业链将受惠。

图 156: 国产替代产业链

	CPU	操作系统	存储	数据库	中间件	网络安全	软件应用
Wintel 生态	Intel	Microsoft	Samsung Hynix Micron	Oracle DB2	Weblogic Websphere Tuxedo Jboss	KnowBe4 Raytheon FireEye Symantec	SAP Oracle Autodesk Adobe
国内公司	华为鲲鹏 飞腾 兆芯 海光 龙芯 申威	麒麟 统信 中科方德 中科红旗 普华	长江存储 长鑫存储 晋华 紫光	武汉达梦 人大金仓 神州通用 南大通用	东方通 中创软件 金蝶天燕 普元	启明星辰 奇虎 360 星网锐捷 奇安信 中孚信息	金山办公 泛微软件 致远互联 金蝶国际 用友网络 中望软件

资料来源: 招银国际环球市场

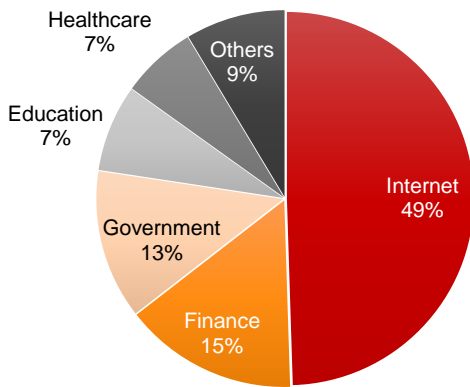
云市场增速放缓，竞争格局变化持续

中国 IaaS/PaaS 市场同比增速将放缓至 10-20%

■ 中国云市场增长动力从互联网应用过渡到企业上云需求

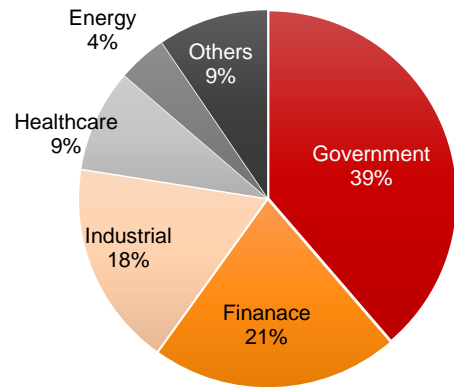
中国云服务需求过去主要来自互联网应用，特别是公有云。根据艾瑞咨询数据，国内公有云 49% 的收入来自互联网客户，互联网行业过去几年受国家政策影响导致对云服务的需求降低，国内云市场结构正在改变，从过去的互联网应用转为由企业数字化、云化转型所驱动，政府和国企上云是主要增量，但受宏观经济疲弱影响，预计企业 2023 年 IT 支出仍然保守，上云速度慢，我们判断在 2023 年，中国云市场同比增速落在 10-20% 水平。另外，从阿里和腾讯的 3Q22 业绩也可以反映行业增速放缓，前九个月阿里云收入同比增长 8%，腾讯云第三季度云业务增速同比单位数下降，这对比美国云厂的 25% 增速有明显的差距。

图 157: 中国公有云收入结构 (按行业)



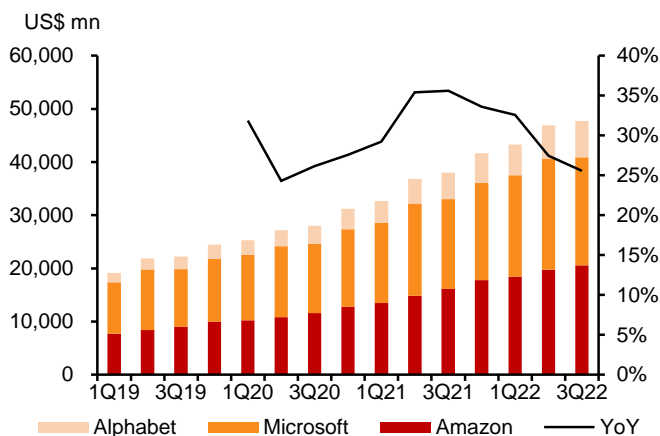
资料来源: 艾瑞咨询, 招银国际环球市场

图 158: 中国非公有云收入结构 (按行业)



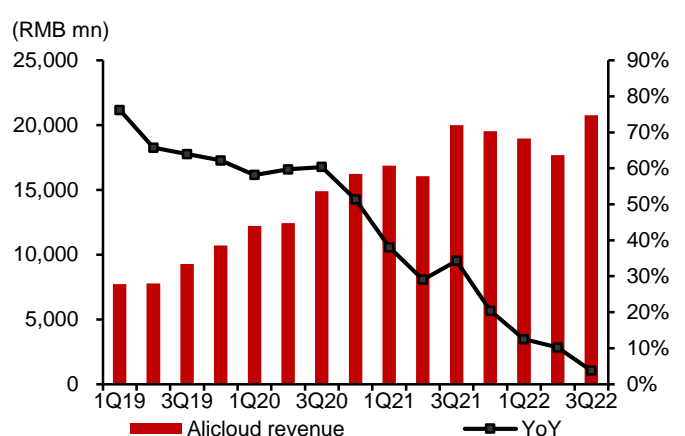
资料来源: 艾瑞咨询, 招银国际环球市场

图 159: 美国主要云厂收入同比增速保持 25%



资料来源: 公司及招银国际环球市场

图 160: 阿里云 9M22 同比增速仅为 8%

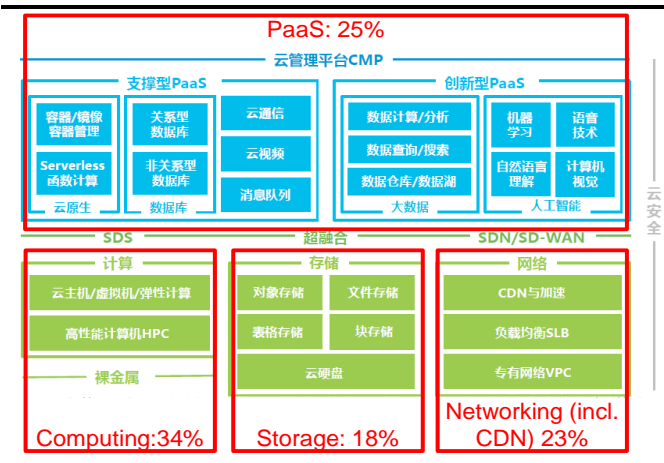


资料来源: 公司及招银国际环球市场

■ **互联网云厂业务调整持续，电信运营商份额攀升**

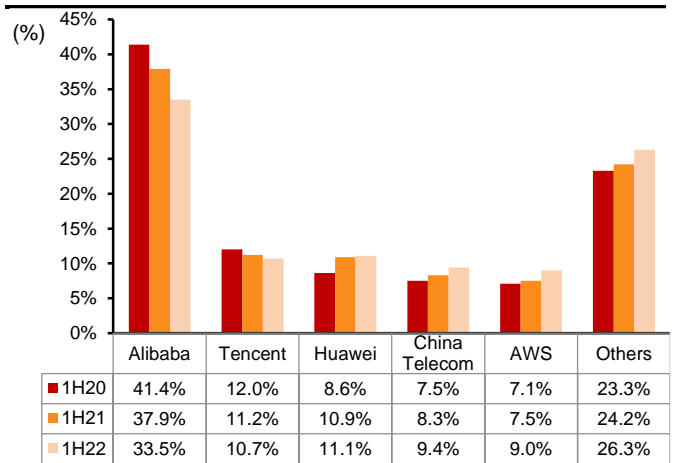
基础云服务 IaaS/ PaaS (Infrastructure-as-a-Service/ Platform-as-a-Service) 主要包括计算、存储、网络服务和云管理平台，其中网络服务包括内容分发 (CDN) 业务。受国家政策和宏观因素影响，互联网云厂把工作中心放在提升企业利润，在 IaaS/ PaaS 的层面，互联网云厂在做业务调整，减少低毛利的内容分发 (CDN) 业务，同时，这几年电信运营商像华为和中国电信等大幅投入云服务，市场竞争激烈，电信运营商的市场份额持续上升。阿里云是国内最大的 IaaS + PaaS 厂。根据 IDC 的数据，阿里云的市场份额已经从 2020 年的 40% 左右下降到现在大概 33%，而华为和中国电信两家合共的市场份额从大概 15% 上升到 20%。展望 2023 年，预计电信运营商市场份额继续提升，建议投资者关注华为云服务供应商中软国际 (354 HK)。

图 161: 中国 IaaS + PaaS 云服务结构



资料来源：艾瑞咨询，招银国际环球市场

图 162: 中国 IaaS + PaaS 市场份额



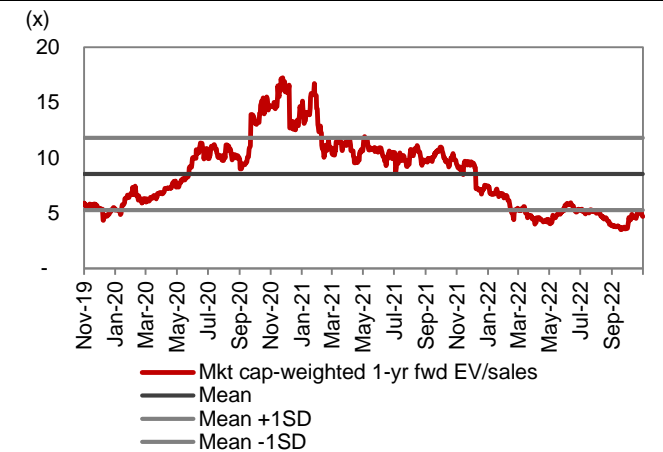
资料来源：IDC，招银国际环球市场

企业级 SaaS 订阅收入增加，估值提升空间大

SaaS (Software-as-a-Service) 是一种软件交付的形式，和传统的一次性买断的 license 模式比较，整个软件的资料都在云端部署，可以实现自动软件更新，降低客户运营维护的成本。国内 SaaS 定义模糊，但最标准的 SaaS 产品需要具备几个条件，包括 1) 订阅收费而不是项目制的一次性付款，2) 部署在公有云和不是本地机房，意味着软件的拥有、管理、维护责任也在软件开发商，3) 产品需要高度标准化，一般来说，标准 SaaS 公司的毛利率在 70-80% 或以上。

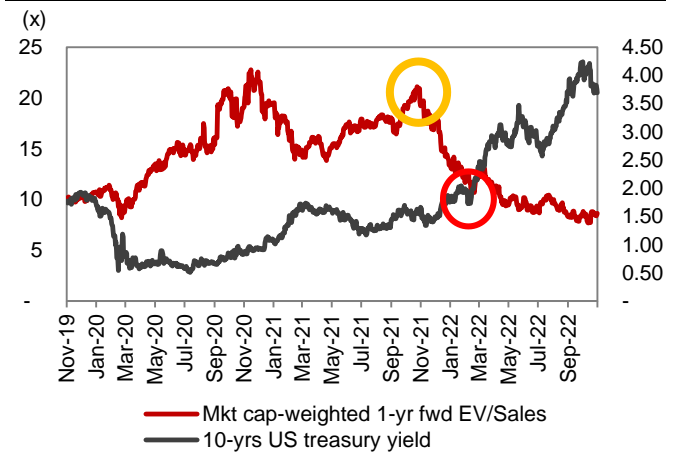
2022 年，受美国加息影响，市场对高增长但盈利能力弱的中国和美国 SaaS 公司偏好低，中国和美国 SaaS 年内跌幅 40%，特别是美国 SaaS 公司整体 EV/sales 估值从 20 倍高位下降到 8 倍左右。在 2023 年，随着加息步伐放缓，我们认为 SaaS 公司估值有提升空间，特别是订阅收入占比高的公司。根据图 139 的分析，订阅收入占比在 60% 以下，估值一般在 4-8 倍 EV/Sales，但 60% 以上，估值一般到 8-12 倍 EV/Sales 水平。订阅收费可以减少现金流波动，长远实现高的自由现金流利润率，随着国内企业及 SaaS 公司订阅收入占比提升，我们认为 SaaS 公司估值提升空间大。建议投资者关注 SaaS 主要标的，包括广联达 (002410 CH) 及金蝶 (268 HK)。

图 163: 中国 SaaS 估值



资料来源：彭博，招银国际环球市场（选股股票包括 002410 CH, 600588 CH, 268 HK, 909 HK, 3738 HK, 8083 HK, 2013 HK）

图 164: 美国 SaaS 估值提前一季反映加息步伐



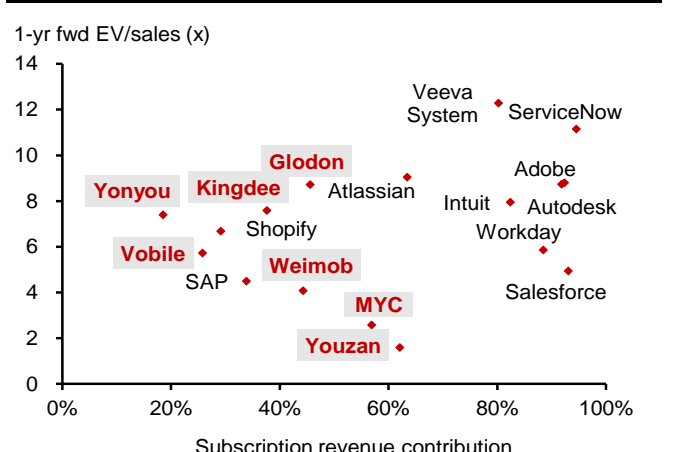
资料来源：彭博，招银国际环球市场（选股股票包括 MSFT US, ADBE US, ADSK US, CRM US, CRWD US, VEEV US, NET US, ZS US, DDOG US, DBX US, DOCU US, OKTA US, PAYC US, INTU US, NOW US, TWLO US, SPLK US, SHOP US, SNOW US, WDAY US, ZM US, TEAM US）

图 165: 中国及美国 SaaS 年内跌幅接近 40%



资料来源：彭博数据，招银国际环球市场

图 166: 订阅收入占比与估值关系



资料来源：IDC，招银国际环球市场

国内云厂资本开支仍处于下行周期

互联网数据中心（IDC）服务主要包括机房设施出租，向云服务商提供网络设备放置、代理维护、系统配置等管理服务。2022 年中国 IDC 板块股价年内跌幅超过 40%，估值指标 EV/EBITDA 也处于三年平均一个标准差以下。板块估值下滑主要因为国内云市场增速放缓，叠加电费成本上升影响经调整 EBITDA 利润率所导致。

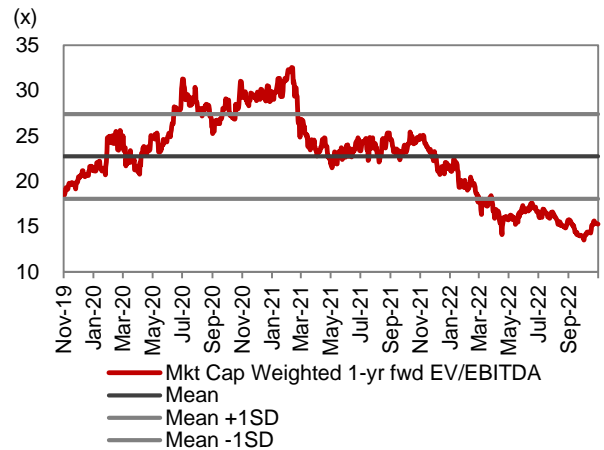
云服务商的运营资本开支趋势是反映 IDC 增长速度的重要指标，云服务商采购服务器的速度代表着对 IDC 上架的需求，美国 IaaS/PaaS，包括 Amazon、Microsoft、Alphabet 这三家拥有全球接近 70% 份额的云厂，他们 2022 年前九个月资本开支同比增加 15%，对比国内的阿里、腾讯、百度，他们 9M22 的运营资本开支同比下降 15%，这意味着云服务商对服务器采购以及 IDC 的需求疲软，IDC 上架速度慢。我们判断短期 IDC 行业还是缺乏催化剂，尽管经济明年复苏，板块反弹的节奏也会比较慢。

图 167: 中国 IDC 板块股价年内跌幅 40%



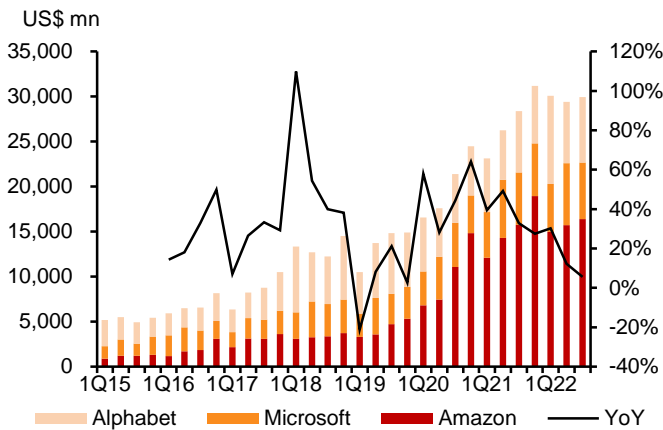
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 168: 中国 IDC 估值随云市场增速放缓大幅回调



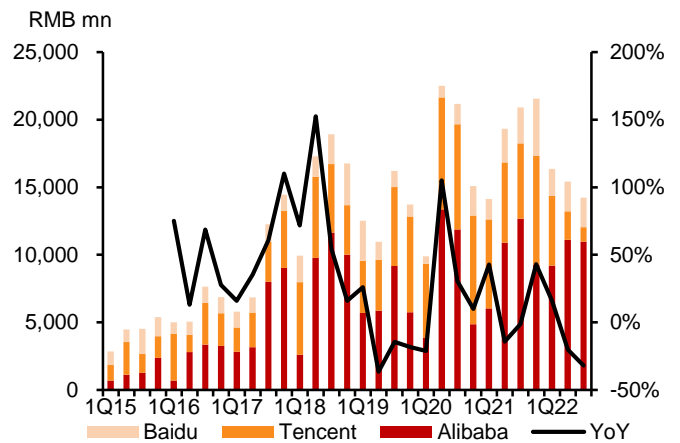
资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 169: 美国主要云厂资本开支 9M22 同比增加 15%



资料来源：公司及招银国际环球市场

图 170: 国内 BAT 运营资本开支 9M22 同比下降 15%



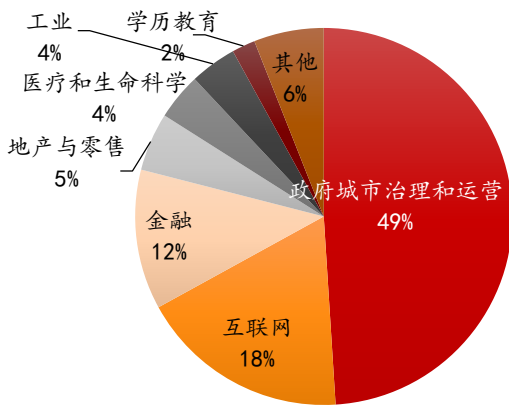
资料来源：公司及招银国际环球市场

AI+安防 2023 年小幅回暖，关注 AI 在工业领域的机会

中国 AI 市场将随政府公共开支增加逐步回暖

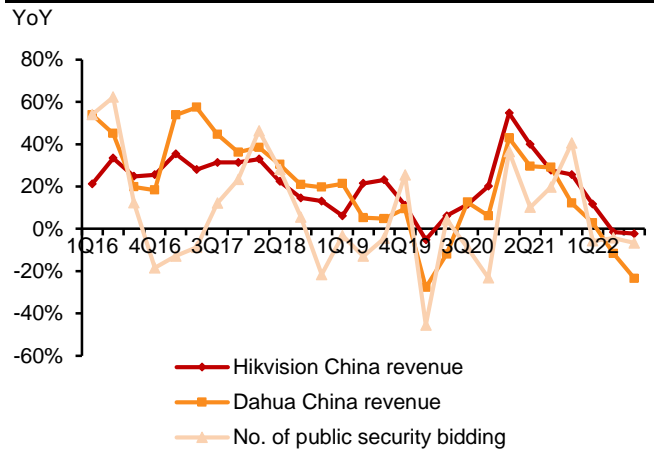
中国 AI 市场主要的行业应用还是在政府城市治理和运营，占总体市场的 49%。2022 年内受新冠疫情影响，政府财政支出谨慎，2022 年前三季度公共财政支出同比增长 6.2%。同时，政府安防类项目招标数量继续放缓，同比下降 7%，AI 龙头包括海康、商汤、大华等 3Q22 业绩增长疲软。展望 2023 年，我们预计 AI+安防行业将随政府公共开支增加而回暖，全年 AI+安防需求小幅回升。

图 171: 中国人工智能市场行业份额占比



资料来源：艾瑞咨询，招银国际环球市场

图 172: AI+安防行业将随政府公共开支增加回暖

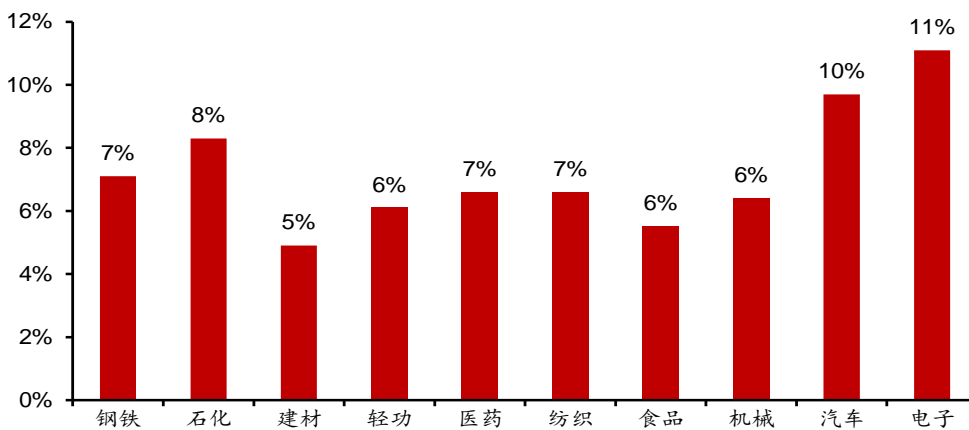


资料来源：艾瑞咨询，招银国际环球市场

关注 AI 在工业领域的发展机会

中国工业领域 AI 渗透率低，AI 技术应用规模小。根据头豹研究院数据，除了电子行业外，国内其他工业领域的 AI 渗透率均低于 10%，从整个工业流程来看，机器视觉在产品生产环节的发展比较成熟，应用包括识别、测量、定位、检测等，相较于人工生产具备降本增效的优势。十四五规划提出推动制造业优化升级，培育发展先进制造业集群，我们相信 AI 在工业领域的渗透率将初步提高。建议投资者关注海康威视 (002415 CH) 及商汤 (20 HK)。

图 173: 工业细分领域人工智能渗透率 (2019)



资料来源：头豹研究院，招银国际环球市场

估值

图 174: 中国软件及 IT 服务同业估值

公司	代码	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	YTD (%)	EV/sales (x)		P/E		Sales CAGR	EPS CAGR
					FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY21-24E	FY21-24E
SaaS										
广联达	002410 CH	56.61	9,717	-11%	9.5	7.8	68.9	50.8	21%	35%
金蝶	268 HK	16.46	7,353	-31%	9.3	7.7	n.a.	n.a.	19%	n.a.
金山办公	688111 CH	257.78	17,130	-2%	28.1	21.3	100.2	72.2	28%	28%
用友	600588 CH	23.19	11,473	-35%	7.4	6.1	150.6	90.9	21%	20%
明源云	909 HK	7.70	1,940	-56%	4.2	3.6	n.a.	n.a.	10%	n.a.
阜博集团	3738 HK	3.58	975	-42%	6.2	4.2	96.8	70.2	60%	n.a.
有赞	8083 HK	0.21	507	-60%	1.8	1.6	n.a.	n.a.	10%	n.a.
微盟	2013 HK	5.81	1,905	-26%	5.8	4.6	n.a.	n.a.	5%	n.a.
				平均	9.0	7.1	104.1	71.0	22%	28%
				中位	6.8	5.3	98.5	71.2	20%	28%
数据中心										
万国数据	GDS US	19.99	3,809	-58%	6.7	6.0	n.a.	n.a.	15%	71%
世纪互联	VNET US	5.13	759	-43%	2.4	2.1	n.a.	n.a.	14%	n.a.
秦淮数据	CD US	7.68	2,818	17%	5.5	4.1	35.6	23.6	37%	86%
光环新网	300383 CH	8.74	2,264	-41%	2.2	2.1	21.6	17.9	5%	1%
宝信软件	600845 CH	40.80	10,147	-11%	4.9	3.8	34.4	26.6	23%	28%
数据港	603881 CH	24.49	1,161	-34%	7.3	6.0	72.5	46.8	22%	31%
				平均	4.8	4.0	41.0	28.7	19%	44%
				中位	5.2	4.0	35.0	25.1	18%	31%
AI										
海康威视	002415 CH	34.99	47,557	-31%	3.6	3.1	21.4	17.7	13%	8%
商汤	20 HK	2.27	9,779	-59%	10.8	7.9	n.a.	n.a.	28%	n.a.
大华股份	002236 CH	12.39	5,415	-46%	1.1	1.0	12.0	10.0	10%	9%
创新奇智	2121 HK	26.00	1,870	-1%	7.6	4.8	n.a.	n.a.	63%	n.a.
千方科技	002373 CH	9.10	2,072	-39%	1.3	1.1	34.7	21.9	7%	6%
科大讯飞	002230 CH	33.83	11,327	-35%	3.5	2.7	44.3	31.5	28%	27%
寒武纪	688256 CH	66.81	3,858	-30%	25.1	16.9	n.a.	n.a.	42%	n.a.
虹软科技	688088 CH	23.96	1,402	-45%	14.0	10.5	74.9	45.0	24%	33%
				平均	8.4	6.0	37.5	25.2	27%	17%
				中位	5.6	3.9	34.7	21.9	26%	9%
IT 服务										
中软国际	354 HK	7.02	2,736	-31%	0.8	0.6	15.0	12.4	21%	14%
亚信科技	1675 HK	12.50	1,493	1%	1.2	1.0	12.0	10.4	14%	13%
神州数码	000034 CH	21.80	2,085	40%	0.2	0.2	14.0	11.2	9%	84%
				平均	0.7	0.6	13.6	11.3	15%	37%
				中位	0.8	0.6	14.0	11.2	14%	14%
IaaS + PaaS										
金山云	KC US	3.49	850	-78%	0.3	0.3	n.a.	n.a.	9%	n.a.
优刻得	688158 CH	12.65	826	-52%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
光环新网	300383 CH	8.74	2,264	-41%	2.2	2.1	21.6	17.9	5%	1%
				平均	1.3	1.2	21.6	17.9	7%	1%
				中位	1.3	1.2	21.6	17.9	7%	1%

资料来源：彭博

中国医疗板块

优于大市

分析师：武煜，CFA – jillwu@cmbi.com.hk

王银朋 – andywang@cmbi.com.hk

黄本晨，CFA – huangbenchen@cmbi.com.hk

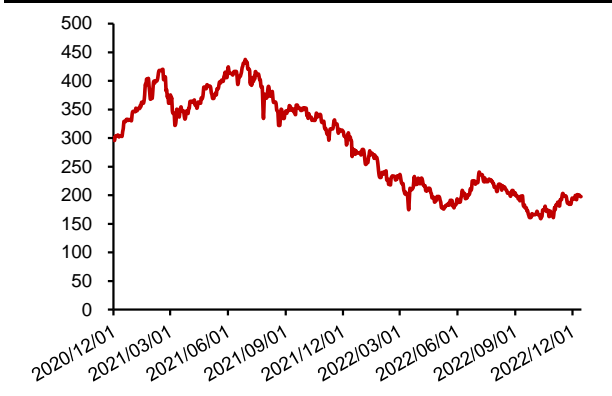
王云逸 – cathywang@cmbi.com.hk

医药板块估值将在波动中修复

医药板块估值处于低位，但行业基本面强劲

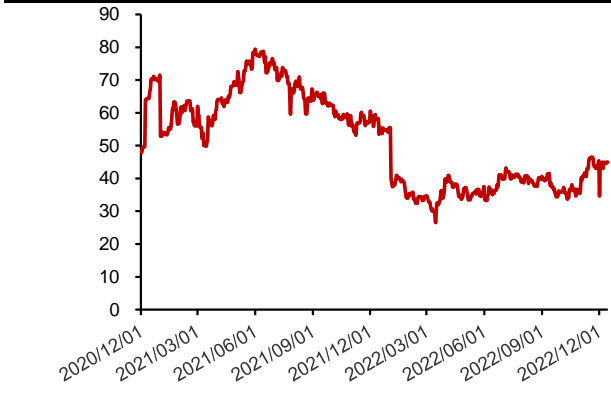
2022年，医药行业经历深度调整后在波动中有所反弹。MSCI 中国医疗保健指数从1月份的高点279.94回调至10月11日的158.84，其后在12月14日反弹至197.59；同期该指数的一年远期PE从1月份的高点55.48倍回调至3月15日的26.55倍，其后在12月14日反弹至44.99倍。预期未来6个月医药行业将在波动中继续反弹。板块反弹的核心驱动力包括：1) 估值极具吸引力；2) CXO和biotech的基本面强劲，业绩/研发进度持续兑现；3) 医保基金运营平稳，医保谈判/集采政策延续以往预期；4) 宏观利好因素如国内疫情防控逐步放松有望在未来6个月内实现。我们首推CXO和biotech子板块。此外，耗材集采价格趋向理性，随着疫情管控逐步放松，医疗服务、消费医疗等板块有望迎来复苏。

图 175: MSCI 中国医疗保健指数



资料来源：彭博，招银国际环球市场

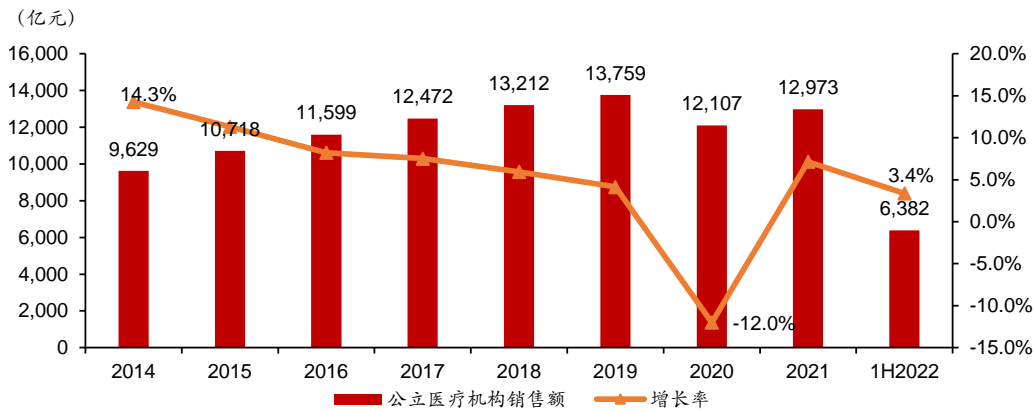
图 176: MSCI 中国医疗保健指数 1 年远期 PE



资料来源：彭博，招银国际环球市场

国内药品销售额在波动中增长。回顾2021年，国内疫情相对2020年逐步缓和，国内药品销售出现反弹，2021年全年中国公立医疗机构终端药品的销售额实现恢复性增长至12,973亿元，同比增长7.2%。2022年上半年，全国各地疫情反复，加之药品集采深入推进，根据米内网的数据，2022年上半年公立医疗机构终端药品的销售额增长稍有放缓，较2021年上半年同比增长3.4%至6,382亿元。

图 177: 2014-1H22 中国公立医疗机构药品销售额及增长情况



资料来源：米内网，招银国际环球市场

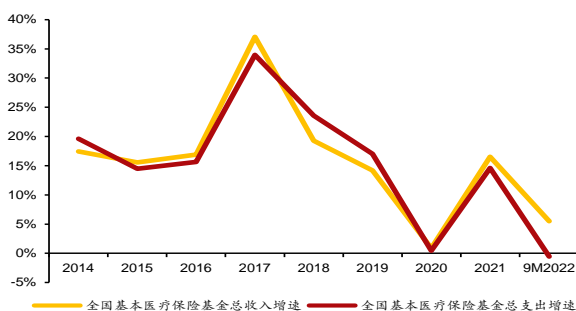
图 178: 全国公立医疗机构终端的销售占比

渠道	1H20 金额占比	1H21 金额占比	1H22 金额占比	1H22 增长率
城市公立医院	62.6%	64.2%	64.7%	4.1%
县级公立医院	23.4%	22.5%	22.6%	3.7%
乡镇卫生院	7.6%	7.2%	6.7%	-3.2%
城市社区卫生服务中心(站)	6.3%	6.1%	6.0%	2.7%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	3.4%

资料来源：米内网，招银国际环球市场

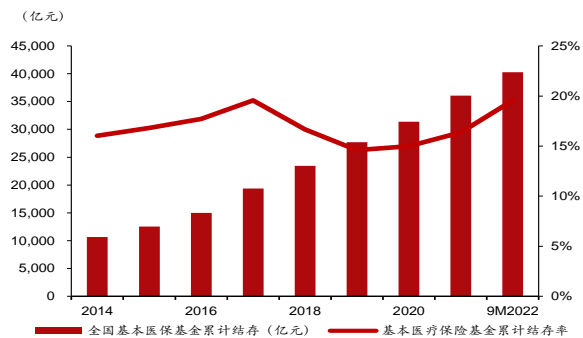
全国基本医疗保险基金运营平稳。2021年，疫情相较2020年有所缓和，被压制的医疗需求得以释放，医保基金总收入和总支出同比均大幅增长，且总收入增速(+17%)大于总支出增速(+15%)，医保控费效果初显。2022年前9个月，由于疫情反复，疫情期间的减税降费措施以及医院就诊量的下降导致国内医保基金收支增幅再次呈现双降，其中总收入同比增长6%，总支出则同比降低1%，但收入增速明显高于支出增速。截至2022年9月末，医保基金结存总额为40,290亿元，结存率在过往三年呈现出逐年增长趋势，2022年前9个月结存率20%，高于2021和2020年的16%和15%。考虑到中国人口老龄化的加剧，长远来看，医保基金的控费将长期持续。鉴于医保基金平稳运行，以及医保局亦发布创新药简易续约流程文件，规范续约药品价格降幅，我们预计2022年末或2023年初医保局新一轮续约和新谈判药品价格降幅将相对温和。

图 179: 全国基本医疗保险收入及支出增速



资料来源：WIND，招银国际环球市场

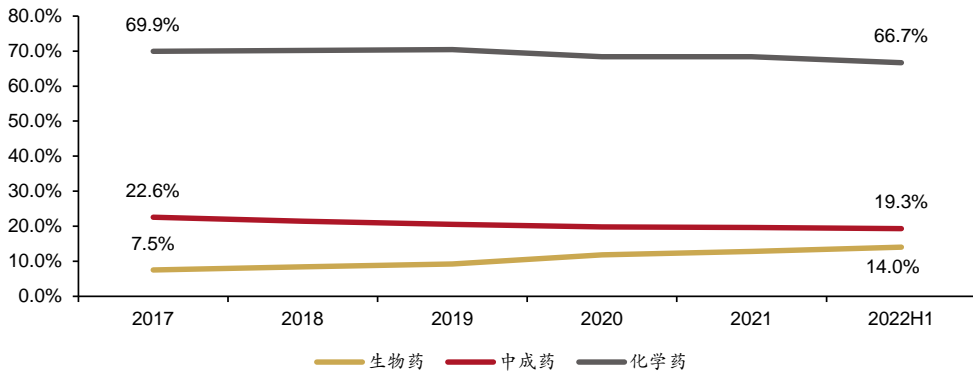
图 180: 全国基本医疗保险累计结存及结存率



资料来源：WIND，招银国际环球市场

生物药市场份额持续提升。在国家政策持续鼓励医药创新以及人口老龄化带来需求增加的双重驱动下，中国生物药市场份额持续提升，2022年上半年销售额增速达11.4%，在公立医疗机构终端各药品类型中占比达到14.0%。相反，化学药市场份额及销售额均呈持续下降趋势，2022年上半年销售额同比下降0.8%。而受药品集采常态化以及集采品类逐步拓宽的影响，仿制药价格继续承压，2022年上半年公立医疗机构终端销售额同比下降1.2%。

图 181:中国公立医疗机构终端各药品类型销售额占比



资料来源：米内网，招银国际环球市场

中国创新药出海迎难而上。信达生物的信迪利单抗、和黄医药的索凡替尼等创新药的美国上市申报虽因未开展全球多中心临床试验等原因受挫，但中国创新药的出海浪潮方兴未艾。百济神州的泽布替尼（BTK）在全球多中心头对头三期实验中，证实了其相对于全球销售额前十大的重磅药物伊布替尼，在短期和长期疗效上的优效性，同时又展现出更好的安全性，提振了中国创新药出海的信心。百济神州、康方生物和君实生物等公司的多个PD-1品种亦在尝试开拓美国市场，荣昌生物的维迪西妥（HER2 ADC）和诺诚健华的奥布替尼（BTK）海外临床也在有序进行中，荣昌生物的泰它西普、康方生物的AK104或可达成令人瞩目的海外授权。出海将拉开中国创新药新阶段发展的篇章。

CXO 行业受新冠周期影响有限，需求维持高景气度

新冠疫情周期对中国CXO行业的影响，可以分为如下四个阶段。

第一阶段（2020年），一方面，国外医药产业链受到疫情严重影响，大量订单（新冠+非新冠）转移至中国CXO公司；另一方面，疫苗、中和抗体等生物药研发需求大增，在2H20对中国生物药CDMO公司的业绩有明显拉动（例如，药明生物2020上半年收入增速分别为同比增长21%/54%），在此阶段，小分子抗新冠药物的研究多数处在临床前或临床早期，对相关CXO公司的收入贡献有限。

第二阶段（2021年），疫苗、中和抗体等生物药生产需求大增，中国生物药CDMO公司的业绩加速增长（例如，药明生物2021年收入增速为同比增长83%，其中新冠相关收入占比约30%）。同时，小分子药物研发进入临床后期，少数药物在年底已开始进行生产备货，相关国内小分子CDMO公司陆续接到大订单，收入反应在2022年报表中。

第三阶段（2022年），随着疫苗接种率的提高以及奥密克戎成为全球新冠的主流毒株，全球对疫苗、中和抗体等生物药的需求出现一定程度的下降，而小分子新冠药物的需求激增，促使相关中国小分子CDMO公司2022年业绩明显加速（例如，药明康德小分子CDMO收入在9M22录得174%同比增长，总收入同比增长72%）。值得注意的是，在新冠收入快速增长的同时，常规CDMO业务仍然维持高景气度（例如，剔除新冠相关收入后，药明康德常规小分子CDMO收入在9M22同比增长52%，药明生物常规收入在1H22同比增长73%）。

第四阶段（2023年及以后），大分子和小分子新冠药物被共同用于控制全球疫情，生产需求趋于稳定，但中国CXO公司借助新冠疫情证明自身的研发、服务实力，头部公司成功切入全球医药创新最前沿生态圈。

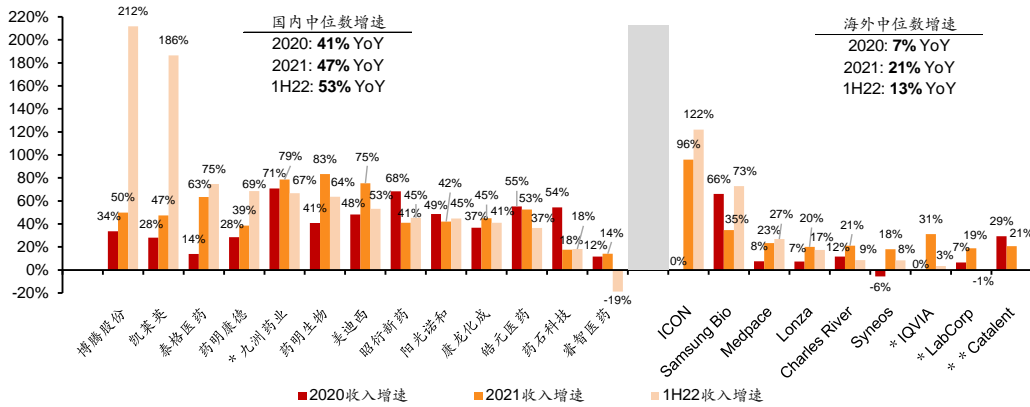
图 182: 头部中国 CXO 公司参与全球新冠药物研发

公司	股票代码	业务领域	新冠相关项目
药明生物	2269 HK	生物药 CDMO	<ul style="list-style-type: none"> • 签订 6 个新冠疫苗合同 (截至 1H22) • 协助推进超过 35 个新冠相关项目 (截至 1H22) • 预计 2022 年新冠相关项目贡献收入 30 亿元人民币
药明康德	603259 CH; 2359 HK	一站式 CXO	<ul style="list-style-type: none"> • 为跨国药企提供新冠药物的商业化生产服务, 9M22 共计产生相关收入约 69 亿元人民币
泰格医药	300347 CH; 3347 HK	临床 CRO	<ul style="list-style-type: none"> • 参与多个新冠疫苗的全球多中心临床试验, 包括康熙诺生物的腺病毒载体疫苗 (2021 年 2 月在中国批准) • 9M22 共计产生相关收入约 12 亿元人民币
凯莱英	002821 CH	化学药 CDMO	<ul style="list-style-type: none"> • 为跨国药企提供新冠药物的商业化生产服务, 相关订单金额总计约 93 亿元人民币 (2022 年度内执行)
博腾股份	300363 CH	化学药 CDMO	<ul style="list-style-type: none"> • 为跨国药企提供新冠药物的商业化生产服务, 相关订单金额总计约 57 亿元人民币 (2022 年度内执行)
九洲药业	603456 CH	化学药 CDMO	<ul style="list-style-type: none"> • 获得 MPP (药品专利池) 授权生产奈玛特韦 (Nirmatrelvir, Paxlovid 成分之一) 的仿制药原料药
昭衍新药	603127 CH; 6127 HK	临床前 CRO	<ul style="list-style-type: none"> • 参与国家课题“新型 DNA 疫苗平台体系研究”
美迪西	688202 CH	临床前 CRO	<ul style="list-style-type: none"> • 在研项目包括 mRNA 疫苗非临床安全性研究和体液免疫、细胞免疫效价的评估

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

从全球视角来看, 受益于新冠疫情带来的全球研发投入的爆发式增长, 全球 CXO 行业总收入增速在 2021 年迎来加速, 即使国际政治环境充满不确定性, 中国 CXO 公司受益于常规项目的推动, 在 1H22 继续维持收入增速趋势。中国 CXO 行业的中位数收入同比增速从 2020 年的 47% 加速至 2021 年的 47%。更重要的是, 中国 CXO 公司非新冠业务的服务能力也获得客户的进一步认可, 推动 1H22 行业中位数收入同比增速继续加速至 53%。例如, 药明生物 1H22 的非新冠收入同比增速为 73%, 明显快于新冠收入同比增长 46% 的增速。国外 CXO 行业的中位数收入同比增速从 2020 年的 7% 明显加速至 2021 年的 21%。然而, 随着新冠相关订单的减少, 1H22 的中位数收入同比增速下降至 13%。我们认为疫情期间中国 CXO 行业抓住海外订单转移至国内的结构性的机会, 成功提升自身研发、服务实力, 进一步提升在全球产业链的地位, 为行业的长期增长前景打下坚实基础。

图 183: 全球 CXO 行业代表公司收入增速 (2020-1H21)

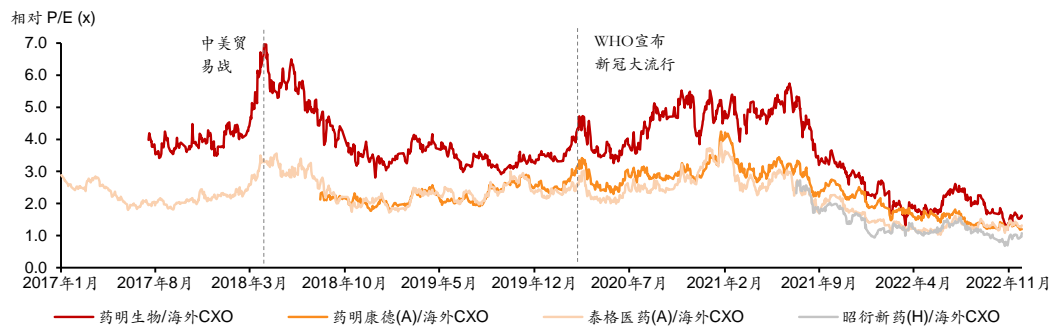


资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

备注: *指九州药业的 CDMO 板块收入增速、IQVIA 的 Research & Development Solutions 板块收入增速、以及 LabCorp 的 Drug Development (DD) 板块收入增速。** Catalent 2020/2021 收入增速指截至 2021 年 6 月/2022 年 6 月财年的收入增速。

从全球视角看国内 CXO 板块的估值水平, 我们发现国内 CXO 板块相对国外 CXO 板块的相对 P/E 已经下降到历史最低水平。在我们覆盖的公司中, 药明生物 (2269 HK, 买入)、药明康德 (603259 CH, 买入)、泰格医药 (300347 CH, 买入) 及昭衍新药 (6127 HK, 买入) 的 P/E 相对国外 CXO 板块仍处在历史最低水平。考虑到这些头部公司的基本面仍然稳健, 我们认为现时的估值水平具备吸引力。

图 184: 相对 P/E – 招银国际环球市场覆盖 CXO 标的/国外 CXO



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

备注: 相对 P/E = 中国 CXO 的 1 年远期 P/E 除以国外 CXO 的平均 1 年远期 P/E。数据截至 2022 年 12 月 2 日。

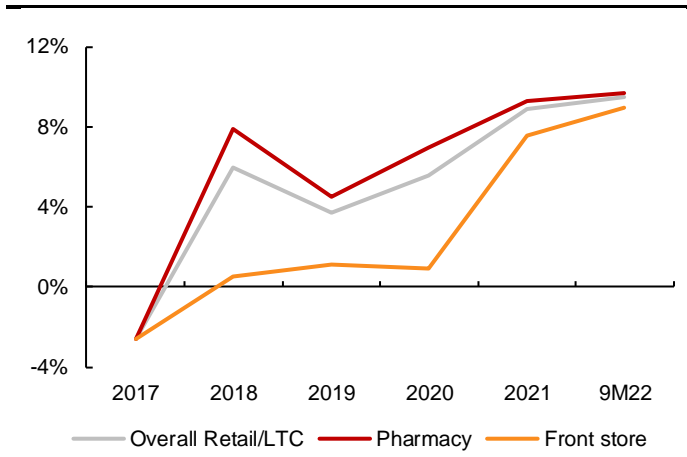
国内新冠防控政策持续优化, 互联网医药及医疗服务板块业绩获得支撑

我国的疫情防控政策在 4Q22 迎来明显调整。国家卫健委在 11 月 11 日公布了优化疫情防控的 20 条措施, 其中提到多条具体措施涉及到互联网医疗及线下药房板块, 包括制定分级分类诊疗方案 (互联网医疗服务)、加快新冠肺炎治疗相关药物储备 (线上、线下药品销售)、优化封闭区域的终端配送 (O2O 药品销售与配送) 以及指导社区与医疗机构、药房等建立直通热线。随后, 国内多地也相继推出疫情防控优化措施, 在 12 月初, 北京、广州、河北、山东宣布取消线下、线上购买退热、止咳、抗感染、治疗咽干咽痛等“四类药”实名登记信息的要求, 满足民众的购药需求。北京、上海、天津、重庆等地取消乘坐公共交通查验核酸阴性证明的要求, 方便民众出行。我们预计以上政策优化及未来可能的进一步调整将为互联网医疗及医疗服务板块带来实质性的利好。

对于国内互联网医疗板块的未来业绩走势，我们分析了美国主要医疗医药服务公司（包括线上和线下）在美国于2022年初开始取消全面防疫措施后的业绩表现，发现放开管控后零售药房整体销售在去年的高基数下继续维持高速增长，特别是 OTC、非药品等品类的销售增速出现明显提升。另外线上药品和医疗服务需求也继续快速增长。

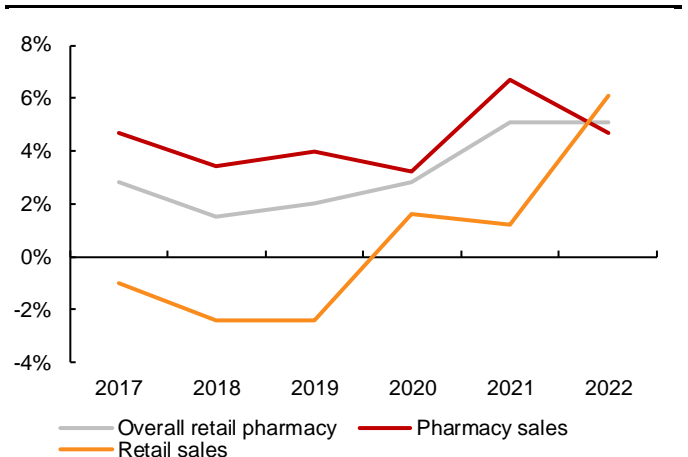
随着国内疫情防控措施进一步优化，我们预计国内医药零售（线上+线下）会经历类似的销售增长趋势。考虑到居民对药品需求的持续性，我们预计这种增长趋势也将持续。同时由于 OTC、非药品等品类相较于处方药有更高的毛利率，相关公司的整体毛利率也有望得到改善。此外，我们曾在国内疫情初期（2020年）观察到国内消费者对线上医药、医疗服务（比如线上问诊量）需求的大幅度增长，我们预计国内进一步的防疫政策调控极有可能进一步提升消费者对线上医药、医疗服务的需求。

图 185: CVS – 同店收入增速



资料来源：公司数据，招银国际环球市场
备注：Pharmacy 指处方药销售及相关药房服务收入。Front store 指 OTC、化妆品及个人防护产品的销售收入。

图 186: Walgreen – 同店收入增速 (美国市场)



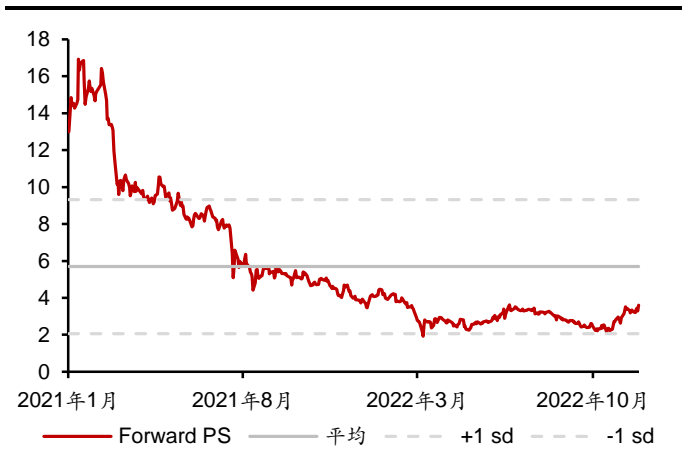
资料来源：公司数据，招银国际环球市场
备注：Pharmacy sales 指处方药销售及相关药房服务收入。Retail sales 指 OTC、健康产品、化妆品及个人防护产品、以及日常消费品的销售收入。

图 187: 平安好医生 – 1-year forward PS band



资料来源：公司数据，招银国际环球市场
备注：数据截至2022年12月2日。

图 188: 京东健康 – 1-year forward PS band



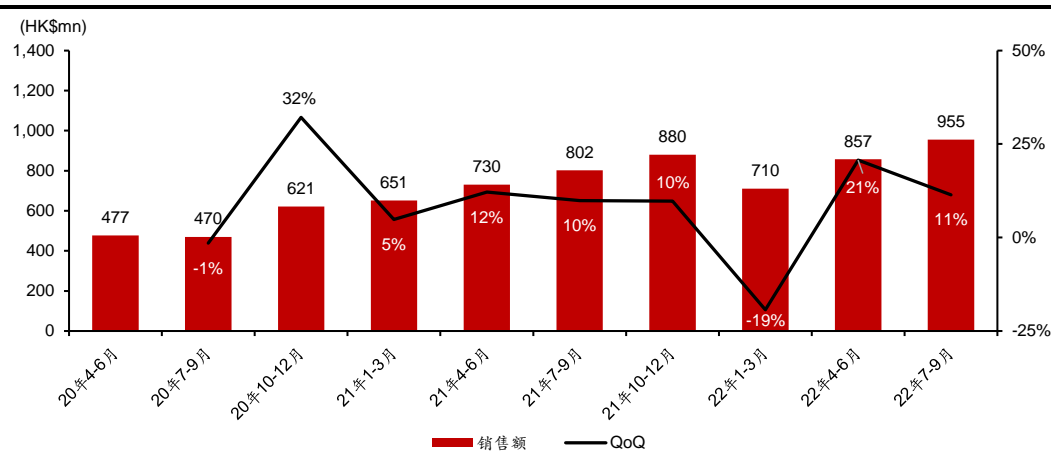
资料来源：公司数据，招银国际环球市场
备注：数据截至2022年12月2日。

国内医疗服务行业2022年的经营受到国内严格疫情防控措施一定程度的影响，部分地区的疫情爆发导致区域静默，医疗服务机构的客流量出现下滑，但我们认为医疗服务需求并

未消失，而是被迫递延。随着国内疫情防控措施的持续优化，患者前往区域内甚至区域外寻求线下高质量医疗服务的需求将得到释放，相关公司的业绩也有望得到明显改善。

香港作为中国最先放开疫情管控的区域，区域内上市公司的业绩表现可以直接反映民众在后疫情时代对于医疗服务需求的增长。医思健康（2138 HK，买入）是香港最大的非医院医疗服务机构，1H22 超过 92% 的收入来自香港市场。观察公司的分季度销售额（包含未确认的收入）变化情况可以看出，香港第五波疫情爆发后政府执行严格的社会管控，导致公司销售额在 2022 年 1-3 月环比下降 19%。随着第五波疫情缓和叠加香港逐渐放宽疫情管控措施，销售额在 2022 年 4-6 月和 7-9 月分别环比增长 21% 和 11%，销售额已经超过第五波疫情爆发前的最高水平。因此，我们预计国内医疗服务机构在国内疫情管控放松后将大概率经历类似的恢复趋势，迎来明显的业绩修复。

图 189: 医思健康销售额季度变化



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

耗材集采常态化，竞价趋向理性和明确

医疗耗材集采常态化，省际联盟成主导。从 2020 年至今，全国范围共开展了 3 轮国家集中带量采购，各省、省际联盟也开展了多品类耗材集中带量采购，范围包括骨科、神经及心血管、眼科、口腔等约 20 类耗材，价格降幅基本均在 50% 以上。省际联盟已逐渐成为耗材集采的主体，且通过规则设置，各联盟同品类的价格联动成为主流，如骨科创伤类耗材、人工晶体等。省及省际联盟同时也是新品类集采的试点主体，2022 年在省际联盟层面，集采产品覆盖面不断扩大，除肝功能生化检测试剂这类临床使用较为成熟且竞争较为充分的品种，神经介入、有源植入物、心脏介入电生理等多种国产化率偏低的产品也相继开启省际联盟集中带量采购。此外，集采也逐渐延伸至医保覆盖之外，数个自费项目如口腔领域的种植牙、正畸和眼科领域的角膜塑形镜（OK 镜）均首次被纳入集采。

图 190: 2020-2022 年已开展的省际联盟及全国集中采购耗材类型

类别	产品	集采区域	价格平均降幅
	冠脉支架	全国	93%，续约后在初次集采价格基础上平均上涨 25%
神经和心血管	冠脉扩张球囊	贵州 3 省联盟、广东 7 省联盟、四川 6 省联盟、京津冀“3+N”	82%-92%
	冠脉药物球囊	江苏 12 省联盟、京津冀“3+N”、广东 7 省联盟	44%-73%
	冠脉导引导丝	内蒙 13 省联盟、江西 9 省联盟、浙江 3 省联盟、京津冀“3+N”	53%-61%
	冠脉导引导管	江西 9 省联盟、浙江 16 省联盟	51%

	起搏器	京津冀“3+N”，陕西8省联盟，广东4省联盟	50%
	吻合器	重庆4省联盟，京津冀“3+N”，湖南8省联盟	81.59%
	电生理	福建27省联盟	-
	弹簧圈	吉林22省联盟	-
	关节	全国	82%
骨科	脊柱	全国	84%
	创伤	河南12省联盟，京津冀“3+N”	88.65%
IVD试剂	肝功能生化	江西22省联盟	-
眼科	人工晶体	京津冀“3+N”，陕西10省联盟，广东3省联盟	京津冀2020年平均降幅54.21%，2021年平均再降16.91%；陕西平均降幅44%
口腔	种植体	四川等省际联盟	-
	正畸托槽	陕西15省联盟	-
	超声刀头	广东16省联盟	70.11%
其他	留置针	重庆8省联盟，吉林9省联盟	72.5%
	疝补片	重庆4省联盟	79.64%
	医用胶片	重庆4省联盟	48.97%

资料来源：各采购办公室，公开新闻报道，招银国际环球市场

价格兜底保障企业利润空间。在2022年全国骨科脊柱类耗材集采中，拟中选规则里首次提出“兜底规则”，即价格不超过最高有效申报价的40%便可中选并获得50%的意向采购量，对集采价格降幅给予了清晰的指引。从本轮国采的最终中选结果来看，与最高有效申报价相比，各产品系统的平均降幅都在60%上下，“兜底规则”有效地打破了此前集采低价竞标现状，使集采报价更加理性，中标确定性更强。其后开展的电生理、心脏起搏器、弹簧圈以及生化试剂集采均沿用了兜底规则，且兜底价格的设置趋向温和。非医保覆盖且消费属性强的耗材，如无托槽矫治器（即隐形牙套），虽也被纳入集采，但在规则层面通过设定专家议价环节，给予企业议价空间以保证合理利润空间。此外，国家冠脉支架集采开启续约，采购周期由两年变为3年，续约规则简单，不超过最高有效申报价（798元/个+伴随服务50元/个）即中选，拟中选结果显示各产品中选价较初次集采价格均有上涨，价格增幅最大达76%，平均增幅达到25%。从今年各类集采的规则制定及中选结果看，未来集采将在实现降价控费的前提下，保障行业的可持续发展。

图 191: 2022 年初至今省际联盟及全国主要耗材集中采购政策汇总

地区	品种	采购周期	分组、限价、中选规则
			分组：根据需求量及部件齐全和供应保障分为 A、B、C 三组 限价：设定最高有效申报价
全国	骨科脊柱类耗材	3 年	竞价比价：同竞价单元最大价差比不超过 1.3 倍或不超过最高有效申报价的 50%，且不是同类产品最高价或最低价价差比不是降序排名前三。 复活机制：A 组价格不高于 B 组，中选 兜底规则：价格不超过最高有效申报价的 40%，中选
全国	冠脉支架续约	3 年	价格不超过最高有效申报价（798 元/个+伴随服务 50 元/个）中选 分组：分组套采购模式，单件采购模式和配套采购模式，不同模式下按产品性能分组 限价：设定最高有效申报价
福建 27 省联盟	电生理类医用耗材	2 年	中选规则：组套采购：组套加权报价不超过最高有效申报价的 70%，中选 单件采购：竞价排名；兜底规则：企业加权报价不超过最高有效申报价的 50%，中选 配套采购：议价
广东 4 省联盟	心脏起搏器	约 2.5 年	分组：根据品类分组，从中选规则看分起搏器、除颤器导线组和除导线外的其他品种 限价：不高于全国各省带量最低价/非带量最低价/联盟各省医疗机构填报最低价 中选规则：起搏器和除颤器导线组：（1）同类别具有带量最低价的注册证，比带量最低价降幅≥5%；（2）同类别不具有带量最低价但具有非带量最低价的注册证，比非带量最低价的降幅≥30%

		除导线外其他品种：（1）具有全国带量采购最低价的注册证， 不高于全国带量采购最低价 ；（2）无全国带量采购最低价的注册证，比全国最低采购价的 降幅≥25%	
吉林 22 省联盟	弹簧圈（征求意见稿）	2年	分组：按需求分 A、B 组 限价：设最高有效申报价且价格不高于自身目前全国省级最低价 竞价比价：竞价排名，A 组淘汰末位 2 名，B 组淘汰排名后 50% 复活机制：A 组淘汰产品申报价不高于拟中选最低价的 1.8 倍，中选 B 组淘汰产品申报价不高于 A 组平均价的 0.8 倍，中选
陕西 15 省联盟	口腔正畸托槽（含无托槽矫治器）	2年	分组：按需求分 A、B 组 限价： 设定最低有效降幅为 30%（除颊面管，颊面管为 10-30%） ，且申报价格不得高于全国其他地区集采最低 中选专家议价投票确定最终申报价格+竞价排名 无托槽矫治器若部分产品无法接受 30%降幅，可申请议价，且当需求量占比超过 A 组所有产品总需求量 30%时拥有议价复活机会
四川等 省际联盟	口腔种植体系统	3年	分组：按需求量及供应覆盖分 A、B 组 限价：设定最高有效申报价 竞价比价：竞价排名且价格不高于最高有效申报价及自身 2021 年有效采购低价 复活机制： A 组价格不高于 B 组且不高于自身 2021 年有效采购低价 ，中选
江西 22 省联盟	肝功能生化类检测试剂	2年	分组：按需求分 A、B 组 限价：设最高有效申报价，且不得高于全国医疗机构最低有效采购价 竞价比价：竞价排名 兜底规则： 价格不超过最高有效申报价的 0.6 倍 ，中选

资料来源：各采购办公室，招银国际环球市场

集采执行加速国产替代。2021 年 6 月国家人工关节集采开启，首年意向采购量合计约 53.75 万个，占全国医疗总需求量的 90%，平均集采价格降幅 82%。自 2022 年 4 月起，全国除上海市和安徽省外的各省均已陆续执行全国关节采购的招标结果，集采政策的落地加速了国产替代，拉动国产龙头企业的产品入院及放量。其中，爱康医疗 2022 年上半年初次髌、膝关节销量同比增长 70%和 64%，销售收入分别同比增长 15.9%和 16.6%，公司归母净利润同比增长 13.3%；威高骨科上半年关节类收入 2.95 亿元，同比增长 13.39%，净利润同比增长 7.8%。强劲的销量增长一定程度抵消了集采降价带来的负面影响，在国产化率较低的市场中，有助于龙头企业市场份额的提升。

医疗新基建持续推进，医疗设备市场扩容

2022 年医疗新基建仍处在高位运行阶段。2022 年《医疗机构设置规划指导原则（2021-2025 年）》、《方舱医院设置管理规范》等多项规定相继出台，对公立医疗机构包括医院数、床位数、ICU 床位数等建设提出具体要求，持续带来医疗设备扩容。财政支持也陆续到位，以保障各级医疗新基建项目的顺利推进，如 2022 年财政共下达卫生健康领域中央基建投资预算 265.21 亿元，共公立医院综合改革补助资金、医疗卫生机构能力建设补助资金 171.33 亿元，提前下达 2023 年公立医院综合改革补助资金、医疗卫生机构能力建设补助资金共 119.86 亿元。此外，经过两年规划建设，随着新建医疗机构项目逐渐落成，医疗设备需求将得到进一步释放。

图 192: 中国医药行业可比公司

公司	代码	评级	市值 (百万美元)	股价 (LC)	目标价 (LC)	上/下行 空间	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		净资产回报率	
							FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E
医院服务												
锦欣生殖	1951 HK	买入	2,363	7.30	11.73	60.68%	36.2	27.6	1.8	1.7	4.8	6.1
爱尔眼科	300015 CH	N/A	30,504	29.53	N/A	N/A	71.3	54.6	13.8	11.5	20.7	22.5
海吉亚医疗	6078 HK	N/A	4,061	51.20	N/A	N/A	48.6	36.5	5.6	4.9	12.0	13.8
希玛眼科	3309 HK	N/A	800	4.91	N/A	N/A	61.4	40.9	N/A	N/A	7.0	9.0
			平均				54.4	39.9	7.1	6.0	11.1	12.8
生物科技												
信达生物	1801 HK	买入	6,620	33.55	52.59	56.75%	N/A	N/A	4.8	5.6	-24.5	-17.8
和黄医药	13 HK	买入	2,547	22.90	36.43	59.08%	N/A	N/A	3.9	9.2	-47.1	-86.7
天境生物	IMAB US	买入	316	3.80	43.06	1033.16%	N/A	N/A	16.5	N/A	-39.2	-89.4
诺诚健华	9969 HK	买入	3,371	14.32	20.14	40.64%	N/A	N/A	3.5	3.7	-15.5	-6.0
开拓药业	9939 HK	买入	628	11.98	40.10	234.72%	N/A	267.6	4.4	7.0	-50.4	-7.4
亚盛医药	6855 HK	买入	835	24.50	67.20	174.29%	N/A	N/A	12.4	N/A	-90.6	-376.7
百济神州	6160 HK	买入	23,980	126.20	255.56	102.50%	N/A	N/A	5.6	5.0	-34.8	-31.2
君实生物	1877 HK	N/A	8,192	37.15	N/A	N/A	N/A	N/A	4.4	4.8	-27.5	-13.7
再鼎医药	ZLAB US	N/A	3,531	36.06	N/A	N/A	N/A	N/A	3.0	6.4	-39.4	-54.8
荣昌生物	9995 HK	N/A	5,210	58.10	79.13	36.20%	N/A	N/A	5.5	6.2	-20.9	-11.6
康方生物	9926 HK	买入	4,640	42.90	N/A	N/A	N/A	N/A	11.7	9.0	-38.0	-4.7
			平均				N/A	267.6	6.9	6.3	-38.9	-63.6
CRO												
药明康德	603259 CH	买入	32,928	78.64	142.20	80.82%	26.9	23.2	5.0	4.2	19.3	18.4
药明生物	2269 HK	买入	27,582	50.80	120.39	136.99%	40.3	29.9	5.1	4.2	13.6	15.4
泰格医药	300347 CH	买入	11,140	91.50	147.73	61.45%	29.7	24.8	3.9	3.4	13.9	14.9
康龙化成	300759 CH	N/A	10,030	62.05	N/A	N/A	38.6	28.6	6.2	4.9	16.1	18.3
凯莱英	002821 CH	N/A	6,996	135.08	N/A	N/A	16.4	18.4	3.2	2.8	19.3	15.5
			平均				30.4	25.0	4.7	3.9	16.4	16.5
医疗器械												
启明医疗	2500 HK	买入	814	14.36	19.69	37.12%	N/A	N/A	1.4	1.5	-9.5	-7.6
爱康医疗	1789 HK	买入	1,248	8.70	9.20	5.75%	42.5	31.5	4.0	3.6	8.4	11.7
肇博医疗	2216 HK	买入	171	2.53	23.77	839.53%	N/A	N/A	0.9	1.1	-8.9	-4.7
康德莱器械	1501 HK	买入	593	27.45	31.39	14.35%	24.5	18.9	N/A	N/A	11.4	12.9
微创医疗	853 HK	N/A	4,923	20.95	N/A	N/A	N/A	N/A	3.7	3.9	-24.5	-23.9
微创机器人	2252 HK	N/A	4,284	34.75	N/A	N/A	N/A	N/A	16.9	7.4	N/A	N/A
威高股份	1066 HK	N/A	7,026	12.08	N/A	N/A	18.4	16.5	2.3	2.0	13.1	13.1
鹰瞳科技	2251 HK	买入	210	15.76	36.34	130.58%	N/A	N/A	0.9	0.9	-9.3	-8.9
			平均				28.5	22.3	4.4	3.0	-7.8	-6.3
疫苗												
智飞生物	300122 CH	N/A	20,241	87.89	N/A	N/A	19.0	15.6	5.8	4.4	31.1	28.7
长春高新	000661 CH	N/A	10,285	176.55	N/A	N/A	15.1	12.0	3.8	2.9	24.7	24.5
沃森生物	300142 CH	N/A	9,531	41.25	N/A	N/A	59.1	39.7	6.8	5.8	12.8	15.6
康泰生物	300601 CH	N/A	5,421	33.61	N/A	N/A	87.1	21.3	3.9	3.3	4.9	15.8
华兰生物	002007 CH	N/A	5,777	22.00	N/A	N/A	26.5	22.0	4.1	3.6	15.6	16.7
康希诺	6185 HK	N/A	4,887	91.30	N/A	N/A	N/A	172.5	2.7	2.5	N/A	2.5
瑞科生物	2179 HK	买入	1,584	25.50	38.77	52.04%	N/A	55.8	8.2	7.3	-62.7	6.3
			平均				41.4	48.4	5.0	4.3	4.4	15.7
制药企业												
石药集团	1093 HK	买入	13,398	8.73	13.52	54.87%	15.3	12.8	3.0	2.6	20.9	20.2
先声药业	2096 HK	买入	3,599	10.52	12.16	15.59%	25.2	19.7	3.5	2.6	14.1	15.9
恒瑞医药	600276 CH	N/A	35,295	38.44	N/A	N/A	56.5	48.4	6.4	5.7	11.6	12.1
中国生物制药	1177 HK	N/A	11,299	4.67	N/A	N/A	19.6	19.2	2.3	2.0	12.3	11.7
翰森制药	3692 HK	N/A	11,287	14.82	N/A	N/A	27.8	24.4	3.5	3.1	13.5	14.0
			平均				28.9	24.9	3.7	3.2	14.5	14.8
医美企业												
医思健康	2138 HK	买入	1,173	7.72	10.34	33.94%	24.2	40.2	5.2	4.6	21.8	11.9
爱美客	300896 CH	N/A	16,590	532.72	N/A	N/A	81.3	55.9	18.9	15.0	23.8	27.5
时代天使	6699 HK	N/A	2,463	113.50	N/A	N/A	78.6	59.9	4.7	4.2	5.9	7.1
			平均				61.3	52.0	9.6	7.9	17.1	15.5
互联网医疗												
京东健康	6618 HK	N/A	31,714	77.55	N/A	N/A	142.3	105.6	5.4	5.2	3.2	4.4
阿里健康	241 HK	N/A	14,137	8.13	N/A	N/A	N/A	279.4	7.0	6.8	-2.8	1.9
叮当健康	9886 HK	买入	2,071	12.00	15.73	31.08%	N/A	N/A	6.7	7.4	125.0	-11.5
智云健康	9955 HK	买入	985	13.04	31.43	141.03%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
			平均				142.3	192.5	6.4	6.5	41.8	-1.7

资料来源: 彭博、招银国际环球市场 (基于 2022 年 12 月 14 日收市价)

中国必须消费板块

优于大市

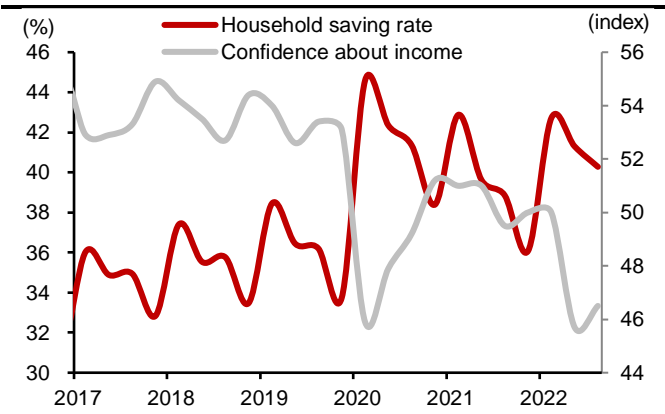
分析师：黄铭谦 – josephwong@cmbi.com.hk

经济重启短期仍是市场主线

宏观消费数据及企业盈利维持不温不火

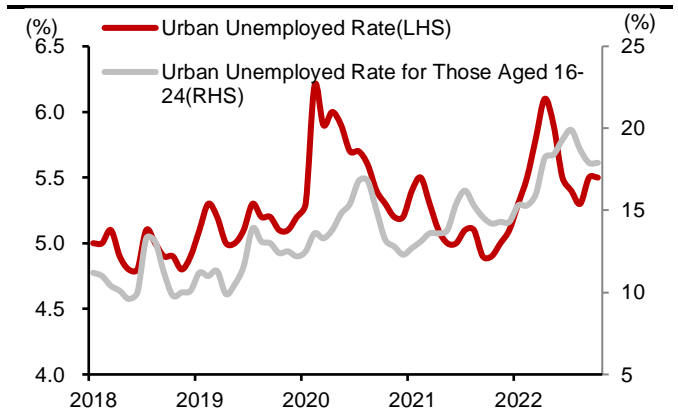
居民消费的增长面临疫情防控的制约，具有很大的不确定性。但我们假定内地的防疫措施将会持续优化，对经济社会的影响逐步减少。在这种基准情形下，私人消费有望迎来改善，消费场景逐步恢复，服务消费或迎来反弹。我们宏观团队预计2023年社会商品零售总额增长6.5%。但居民就业和收入预期以及企业盈利改善或需时日。不论市场怎样解读经济重启的蝴蝶效应和共同富裕逻辑，我们继续看好食品饮料公司所带来的盈利可见性以及投资价值。经济重启对免税和化妆品营收的提振亦不容忽视。基于投资人风险偏好的差异，我们现阶段先建议配置对经济重启敏感度高的龙头，后续进入业绩期我们建议配置高盈利确定性的公司。我们首推珀莱雅（603605 CH，买入）、中国中免（601888 CH，买入）、华润啤酒（291 HK，买入）和百威啤酒（1876 HK，买入）。

图 193: 居民储蓄率及入息信心趋势 2017-2022



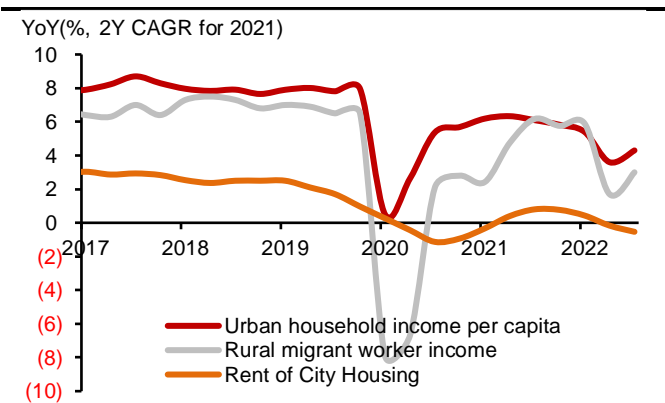
资料来源：万德、公司及招银国际环球市场预测

图 194: 城镇失业率趋势 2017-2022



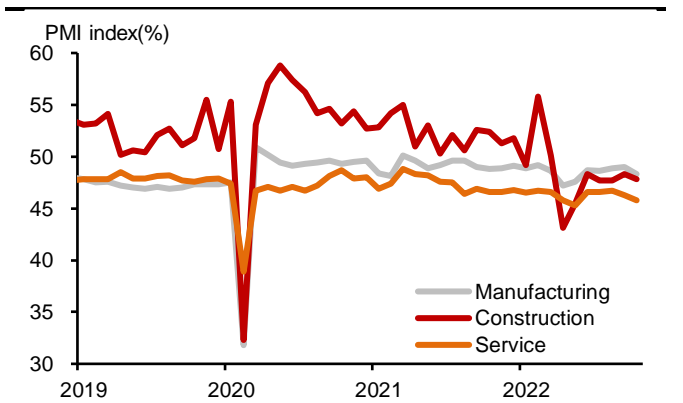
资料来源：万德、公司及招银国际环球市场预测

图 195: 城镇每百人收入水平及租金趋势 2017-2022



资料来源：万德、公司及招银国际环球市场预测

图 196: 采购经理人指数 2017-2022

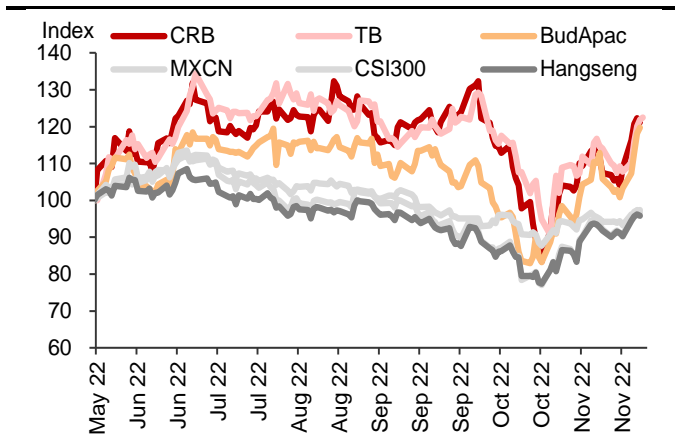


资料来源：万德、公司及招银国际环球市场预测

复盘上海重启

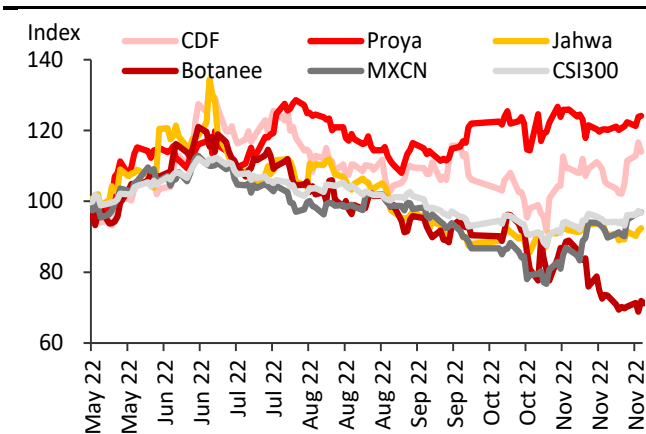
华润啤酒、珀莱雅和中国中免都是我们在五月上上海重启时的首推股票。在五月到八月份，股价从低位上涨超过 30%。但进入业绩期，市场盈利调降导致部分股价回调 20%。我们认为，选股条件除了考虑对经济重启的敏感度，还需要看重公司盈利确定性，以确保股价不会因盈利不达预期而向下调整。综合考虑近期市场对于内地经济重启的预期以及四季度盈利下调风险，我们认为股价在明年三月业绩期时或会再次出现像今年 8 月份的适度回调。

图 197: 啤酒股在 5-8 月表现优于主要指数



资料来源：彭博、公司及招银国际环球市场预测

图 198: 免税、化妆品股在 5-8 月表现优于主要指数



资料来源：彭博、公司及招银国际环球市场预测

图 199: 覆盖板块内重开概念有关股份

代码	公司	相对大市波幅 (Beta)	市值	BEst P/E BF1 2M	年初至今回报 (%)
6969 HK Equity	思摩尔国际	1.43	75,732	17.42	(64.2)
9992 HK Equity	泡泡玛特	1.35	21,619	17.10	(62.8)
601888 CH Equity	中国中免	1.33	398,123	32.30	(6.8)
600882 CH Equity	妙可蓝多	1.32	17,087	33.70	(29.4)
600132 CH Equity	重庆啤酒	1.29	53,827	33.50	(23.2)
1458 HK Equity	周黑鸭	1.16	10,819	24.47	(15.7)
600600 CH Equity	青岛啤酒	1.13	113,820	34.47	4.9
1910 HK Equity	新秀丽	1.10	29,627	13.82	31.9
291 HK Equity	华润啤酒	1.08	163,993	29.39	(11.1)
600315 CH Equity	上海家化	1.05	20,237	26.58	(27.3)
600519 CH Equity	贵州茅台	1.03	1,991,388	27.82	(16.0)
6186 HK Equity	中国飞鹤	1.02	52,139	7.35	(33.2)
002891 CH Equity	烟台中蘂食品	0.98	6,576	29.69	(20.4)
1913 HK Equity	普拉达	0.98	107,215	25.06	(11.4)
600887 CH Equity	伊利股份	0.97	186,861	16.91	(26.9)
000858 CH Equity	五粮液	0.94	598,583	19.71	(21.8)
603605 CH Equity	珀莱雅	0.92	47,688	49.90	18.1
000568 CH Equity	泸州老窖	0.92	274,034	22.15	(20.3)
1929 HK Equity	周大福	0.91	165,600	18.88	17.4
603288 CH Equity	海天味业	0.89	339,567	41.85	(18.2)
300957 CH Equity	贝泰妮	0.88	58,457	37.75	(30.9)
2319 HK Equity	蒙牛乳业	0.85	129,137	18.06	(22.4)
9633 HK Equity	农夫山泉	0.84	494,282	48.30	(16.0)
973 HK Equity	欧舒丹	0.82	32,493	14.24	(30.7)
1876 HK Equity	百威亚太	0.81	290,030	32.30	15.3
6993 HK Equity	蓝月亮	0.80	30,364	25.10	(22.4)
3331 HK Equity	维达	0.78	23,055	15.22	2.3
288 HK Equity	万洲国际	0.76	57,351	5.29	(6.4)
300673 CH Equity	佩蒂股份	0.67	4,668	21.67	(10.8)
3799 HK Equity	达利食品	0.60	47,519	10.99	(8.5)
1475 HK Equity	日清食品	0.52	6,450	16.89	5.7
322 HK Equity	康师傅控股	0.51	66,258	16.16	(12.5)
151 HK Equity	中国旺旺	0.50	64,529	12.88	(11.6)

资料来源：彭博、公司及招银国际环球市场预测

共同富裕的演绎与执行将備受關注

我们认为共同富裕主题将塑造未来 5 年国内消费的主旋律，而 2023 将会是政策执行的元年。就业稳定和城镇化将加速国民收入增长并提高消费质量，有助于食品饮料需求持续高端化。我们预计行业龙头华润啤酒（291 HK，买入）和蒙牛乳业（2319 HK，买入）将会首先受惠。另一方面，政策将扩大中层收入，有利于国内旅游免税和国潮品牌。我们首推中国中免（601888 CH，买入）和珀莱雅（603605 CH，买入）。

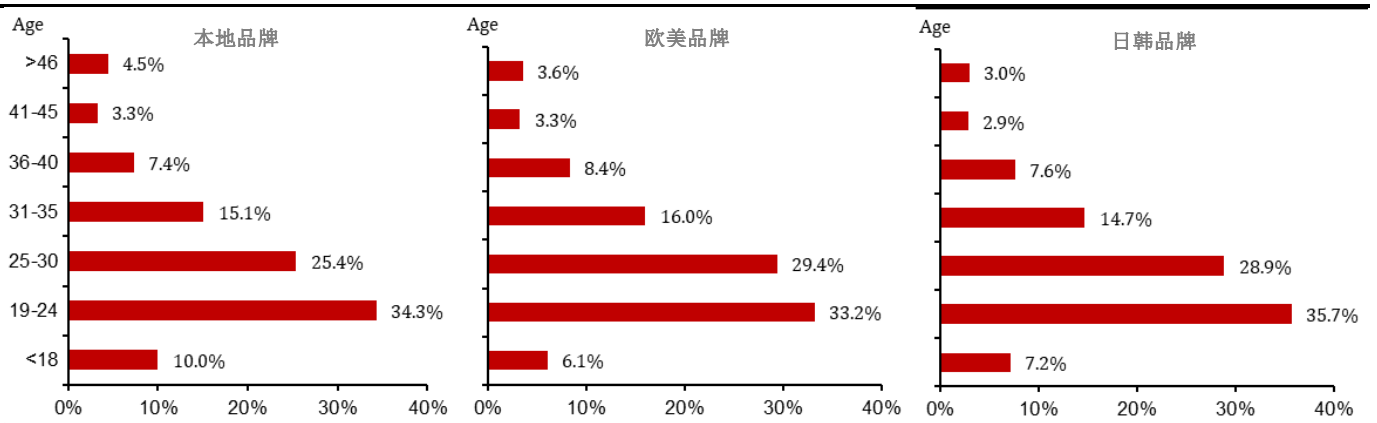
共同富裕将推动国内消费升级

我们期待政策将缩小贫富差距和增加中等收入群体规模，对消费升级提供可持续动力。供应端方面，我们认为啤酒和乳业龙头的前期布局、产品升级和品牌形象将有利企业充分享受政策红利。润啤旗下品牌矩阵辽阔从中端勇闯天涯，到次高端雪花，再到高端喜力全面覆盖。子赛道均提供不同口味与包装设计，以达到精准对标各客户群需要。去年喜力旗下推出 Sol Tiger 和 Desperado 更重塑国内消费者对喝啤酒的态度与认知。另外，蒙牛旗下特仑苏主打高端创新，純甄酸奶主打年轻人市场。

就业稳定释放年轻 Z 世代消费能力

Z 世代泛指 1995-2009 年出生现在 12-28 岁的年轻消费者。这群人于过去十年物质比较充裕、生活环境较优质的宏观经济条件下成长。Z 世代普遍对快速消费品敏感度较高。尤其是化妆品，在国潮兴起以后，他们一直是线上消费坚定不移的潮流追随者，也是近年火热的成分党组织人。我们认为一个就业稳定和中等收入群体扩大的大环境将提高消费信心，有利于 Z 世代逐步释放消费力。

图 200: 化妆品消费者年龄分层



资料来源：iResearch、公司及招銀国际环球市场预测

估值

图 201: 同业估值对比

公司	代码	评级	目标价	收市价	市值	PER (x)		收益率 (%)		ROE (%)	
			(LC)	(LC)		USD Mn	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E
食品饮料、必选											
华润啤酒	291 HK	买入	71.0	55.5	23,111	38.4	34.6	0.8	0.9	16.5	16.4
青岛啤酒股份	168 HK	买入	86.0	74.1	17,426	26.6	23.8	1.4	1.6	13.7	14.0
百威亚太	1876 HK	买入	27.2	24.8	42,148	40.2	33.6	0.0	0.0	9.0	10.0
伊利股份	600887 CH	买入	41.5	31.7	29,153	21.4	17.2	3.3	4.3	17.7	20.6
蒙牛乳业	2319 HK	买入	57.0	35.7	18,132	20.8	17.6	1.2	1.4	15.0	16.0
中国飞鹤	6186 HK	买入	8.4	7.5	8,749	11.7	10.0	2.8	3.3	22.6	22.4
农夫山泉	9633 HK	买入	53.0	44.7	64,572	55.0	45.8	4.1	4.9	33.2	32.4
思摩尔国际	6969 HK	买入	25.2	13.5	10,567	28.2	18.4	1.1	1.6	12.3	16.2
万洲国际	288 HK	NR	n.a.	4.6	7,606	5.6	5.5	0.1	0.1	14.8	13.7
海天味业	603288 CH	NR	n.a.	81.5	54,253	54.3	46.0	0.0	0.0	25.5	25.6
中国旺旺	151 HK	NR	n.a.	5.3	8,069	13.3	14.2	0.0	0.1	27.3	23.9
康师傅控股	322 HK	NR	n.a.	13.8	9,969	24.3	18.1	0.1	0.1	16.1	24.3
统一企业	220 HK	NR	n.a.	7.4	4,127	23.1	18.1	0.0	0.1	9.2	11.9
洪九果品	6686 HK	NR	n.a.	72.0	4,324	19.3	14.9	n.a.	0.0	28.7	27.3
周黑鸭	1458 HK	NR	n.a.	5.5	1,670	116.1	27.7	0.0	0.0	3.0	10.7
绝味食品	603517 CH	NR	n.a.	58.7	5,136	80.6	33.9	0.0	0.0	7.9	16.0
贵州茅台	600519 CH	NR	n.a.	1777.8	320,917	35.8	30.6	0.0	0.0	28.8	28.4
五粮液	000858 CH	NR	n.a.	185.1	103,280	26.7	23.3	0.0	0.0	24.0	23.8
佩蒂股份	300673 CH	NR	n.a.	18.9	690	25.6	21.6	0.0	0.0	9.8	10.5
重庆啤酒	600132 CH	NR	n.a.	131.3	9,137	47.3	38.9	0.0	0.0	60.0	55.9
燕京啤酒	000729 CH	NR	n.a.	11.0	4,460	91.1	63.7	0.0	0.0	2.5	3.5
泸州老窖	000568 CH	NR	n.a.	223.3	47,196	32.3	26.3	0.0	0.0	30.3	29.9
舍得酒业	600702 CH	NR	n.a.	171.2	8,167	36.7	28.8	0.0	0.0	25.6	25.3
免税、化妆品、珠宝											
中国中免	601888 CH	买入	256.0	219.5	64,798	62.8	43.0	0.5	0.7	18.8	21.8
贝泰妮	300957 CH	买入	229.0	137.2	8,353	49.5	37.7	0.6	0.8	20.8	22.7
珀莱雅	603605 CH	买入	184.0	166.1	6,771	64.6	47.9	0.5	0.6	21.2	23.6
上海家化	600315 CH	买入	39.2	30.2	2,942	35.6	27.1	0.8	1.1	7.8	9.6
中国中免	1880 HK	NR	40.2	213.6	64,794	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
周大福	1929 HK	NR	41.2	15.2	19,571	21.1	21.3	0.0	0.0	20.9	19.9
欧舒丹	973 HK	NR	42.2	24.2	4,596	n.a.	17.3	0.0	0.0	15.1	18.2
新秀丽	1910 HK	NR	43.2	20.3	3,746	19.4	13.2	0.0	0.0	24.6	28.1
普拉达	1913 HK	NR	44.2	45.7	15,037	31.8	26.6	0.0	0.0	13.7	15.1

资料来源：彭博、公司及招银国际环球市场预测

中国可选消费板块

优于大市

分析师：胡永匡 - walterwoo@cmbi.com.hk

谢活熙 - raphaeltse@cmbi.com.hk

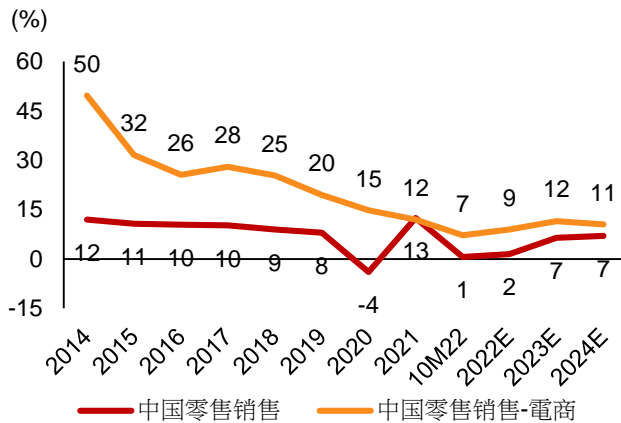
 放开之路不可逆转，但也许会波折重重

国内经济会慢慢复苏，但海外经济却面临衰退危机

■ 2022年消费行业相当艰难

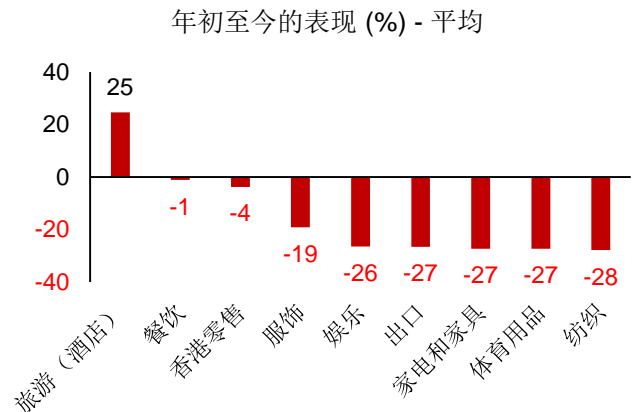
中国零售销售增长从2021年的13%增长大幅放缓至2022年的约1%，主要是受到疫情、经济下滑、负财富效应、地缘政治局势紧张、美国加息等的影响。虽然1-2月份起步不错，但各大城市从3月份很快就受到疫情爆发带来的持续困扰，甚至出现大规模封城的情况，在防控政策的层层加码下更进一步加剧了原本已经疲弱的经济，失业率和储蓄率进一步攀升，而股市和房地产价格的下跌亦严重影响终端消费信心。海外经济体受到俄乌冲突、能源危机、通胀带来加息等因素，而令经济开始面临衰退危机，让中国的消费品出口录得负增长。可选消费从年初开始落后大市，到暑假因为复苏快速而优于大市，但很快又随着疫情加剧而下滑，全年同比下跌约27%，和大市同步。当中只有旅游(酒店)录得正回报，餐饮和香港零售表现较好，仅下跌1%到4%，但体育用品、家电和家具、服装、出口和娱乐均录得19%到28%的下降。

图 202: 中国零售销售增长 - 线下和电商销售



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

图 203: 2022年股价表现 - 按子行业计算

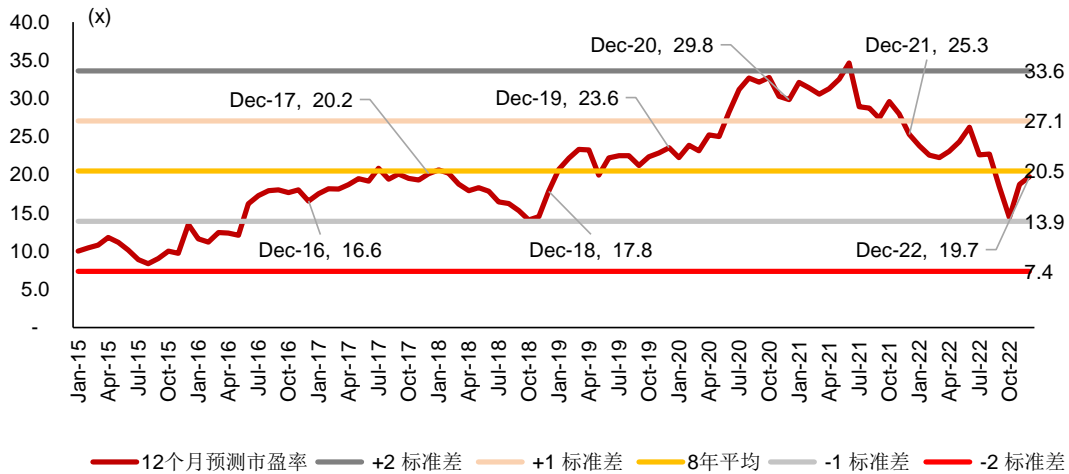


资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

■ 估值开始变得合理，经济复苏拐点出现，长线看好，但短线，投资者仍然要小心选股

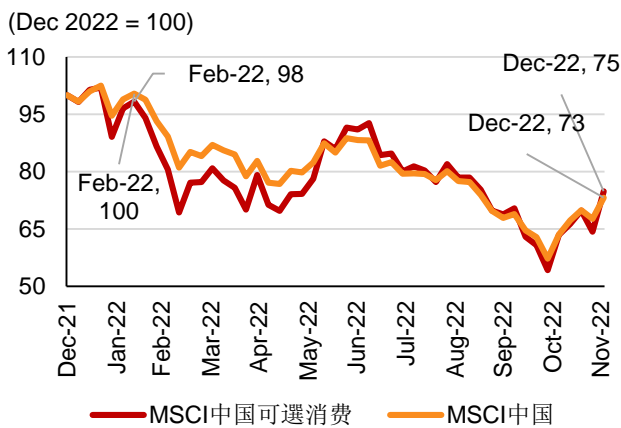
以估值来说，行业市盈率从21年的25倍进一步回落至22年的20倍，主因仍然是企业盈利下滑和基金配置比例下降。对比8年平均的20倍，目前估值已经不算昂贵(过去8年最高和最低分别为35倍和8倍)，考虑到政策转向，2023年大概率会是行业周期的底部，增长亦有望重新加速，这样的估值已经开始变得吸引。虽然在疫情常态化下，国内也许要经历大规模感染，以及各种的短期的挑战和振荡，但未来估值先行和后续盈利慢慢修复仍然是大概率的事情。

图 204: 可选消费行业估值



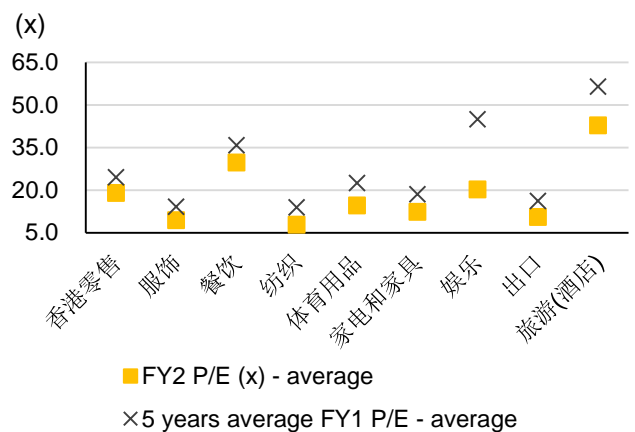
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 205: MSCI 中国和 MSCI 中国可选消费表现



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 206: 行业估值 - 现在和 5 年平均



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

■ 我们对 2023 年的看法为优于大市

我们认为 2022 年的 4 大压力, 包括 1) 疫情困扰, 2) 全球通胀带来的成本上升, 3) 政府政策调控和 4) 经济下行, 在 2023 年, 有 3 个都会有所有改善, 只有经济下行的风险也许需要更长的时间去消化。当中最为重要和利好的是政府政策的转向, 包括疫情防控的放松, 对房地产销售端的支持和各种融资途径的放松, 以及对互联网行业监管的常态化。

因为未来修复路径也许相当波折, 我们建议投资者分阶段买入, 上半年看好餐饮, 旅游(酒店), 香港零售和娱乐(电影), 下半年看好体育用品和服装, 家电和小家电都保持中性。

我们认为有 3 条明显的投资主线: 1) 疫后重启, 2) 经济下行和消费降级, 3) 强劲效率提升和成本优化。

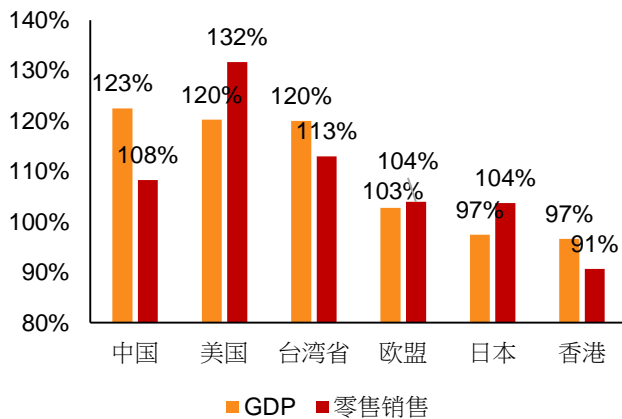
我们亦要高度警惕各种风险, 包括 1) 去年 1 到 2 月的高基数, 2) 2023 年春节较去年早约一周, 3) 弱于预期的经济增长, 4) 海外经济衰退和加息比预期大, 5) 全球通胀压力再临, 6) 中美关系继续紧张, 7) 海外基金退出中国市场等。

■ 疫后重启

参考香港，日本和中国台湾的疫情常态化之路，我们主要观察到以下3点：1)第一波的大规模爆发通常维持2到3个月，对消费行业主要的影响为政府的封控措施和大量感染而居家隔离带来的人流下降，2)而后续的第二或者第三波(即使确诊数比第一波要多许多)的大规模爆发对消费力的影响相当有限，因为消费者对感染后的病情有更深入的了解，3)餐饮，服装，汽车，电子产品等都是放开后改善最大的板块，珠宝首饰表现良好，我们认为高端消费力被锁在国内的原因，而能源相关表现较好，我们认为只是因为油价上涨所带动的。

我们观察到，中国的GDP复苏(3Q22对比3Q19)，其实是远远好于中国的零售销售的复苏，我们认为当中的差距，主要还是防控措施所带来的拖累。随着逐渐的开放，我们看好餐饮、旅游(酒店)、体育用品、服装、香港零售和娱乐(电影)都有较好的复苏。

图 207: 中国 GDP 和零售销售的复苏率(3Q22 对比 3Q19)



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 208: 大规模爆发前后，香港零售销售增长 (%)

Rank	Sub sector	Feb - Mar 2022		Diff
		2022	2022	
1	Jewellery	-35%	11%	45%
2	Clothings	-40%	-3%	37%
3	Restaurants	-39%	-4%	35%
4	Fuels	-16%	5%	21%
5	Consumer durable goods	-15%	4%	19%
6	Department stores	-18%	-6%	12%
7	Other consumer goods	-4%	4%	8%
8	Food, alcoholic & tobacco	-7%	1%	8%
9	Supermarkets	4%	0%	-4%

资料来源：香港政府统计处，招银国际环球市场预测

图 209: 大规模爆发前后，日本零售销售增长 (%)

Rank	Sub sector	Jan-Mar 2022		Diff
		2022	2022	
1	Motor vehicles, parts & accessories	-13%	-2%	11%
2	Retail trade, general merchandise	2%	9%	7%
3	Retail trade (dry goods, apparel & accessories)	-2%	5%	7%
4	Other miscellaneous	3%	9%	6%
5	Fuel store	6%	10%	4%
6	Machinery & equipment	-5%	-2%	4%
7	Food & beverages	0%	0%	1%

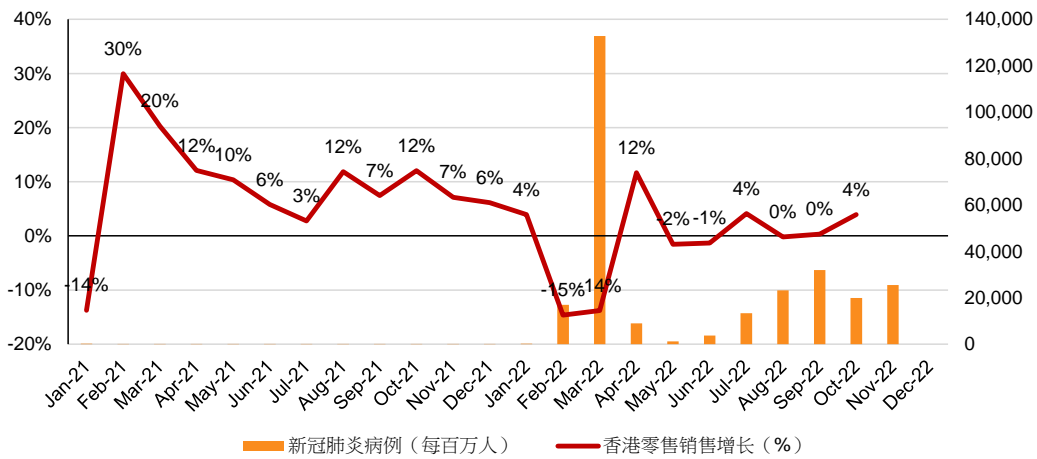
资料来源：日本统计局，招银国际环球市场预测

图 210: 大规模爆发前后，中国台湾零售销售增长 (%)

Rank	Sub sector	Jan-Mar 2022		Diff
		2022	2022	
1	Automobiles	4%	8%	4%
2	Electrical appliances	-2%	0%	2%
3	Food & food preparation, beverages & tobacco	6%	2%	-5%
4	General merchandise	17%	8%	-8%
5	Medicines & cosmetics	19%	9%	-10%
6	Others	25%	15%	-10%
7	Fuels	21%	4%	-17%
8	Construction materials	18%	-3%	-22%
9	Food and beverage services	52%	28%	-24%
10	Cultural & recreation goods	36%	10%	-26%
11	Household appliances & goods	32%	4%	-27%
12	Textile & clothing	78%	19%	-59%

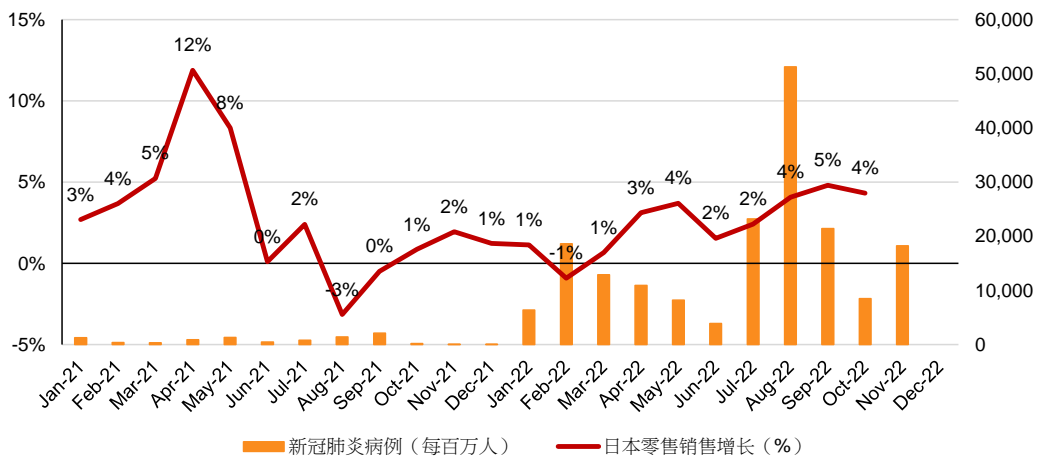
资料来源：中国台湾经济部统计处，招银国际环球市场预测

图 211: 香港零售销售增长 (%) 和新冠肺炎病例 (每百万人)



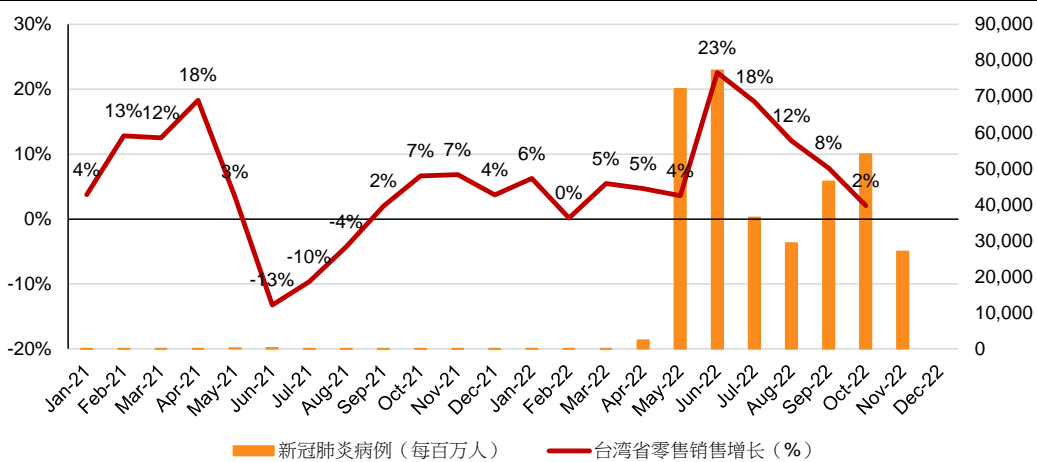
资料来源：香港政府统计处，招银国际证券预测

图 212: 日本零售销售增长 (%) 和新冠肺炎病例 (每百万人)



资料来源：日本统计局，招银国际环球市场预测

图 213: 中国台湾零售销售增长 (%) 和新冠肺炎病例 (每百万人)

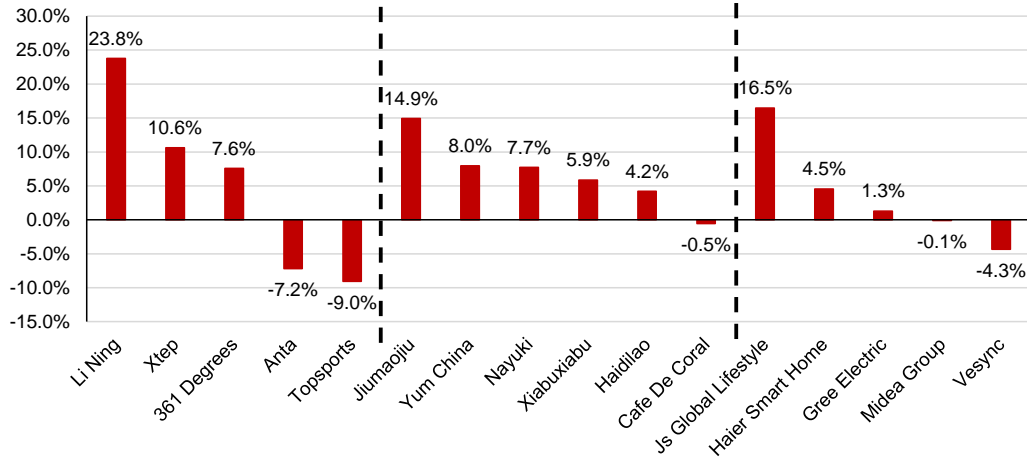


资料来源：中国台湾经济部统计处，招银国际环球市场预测

■ **强劲的效率提升和成本优化**

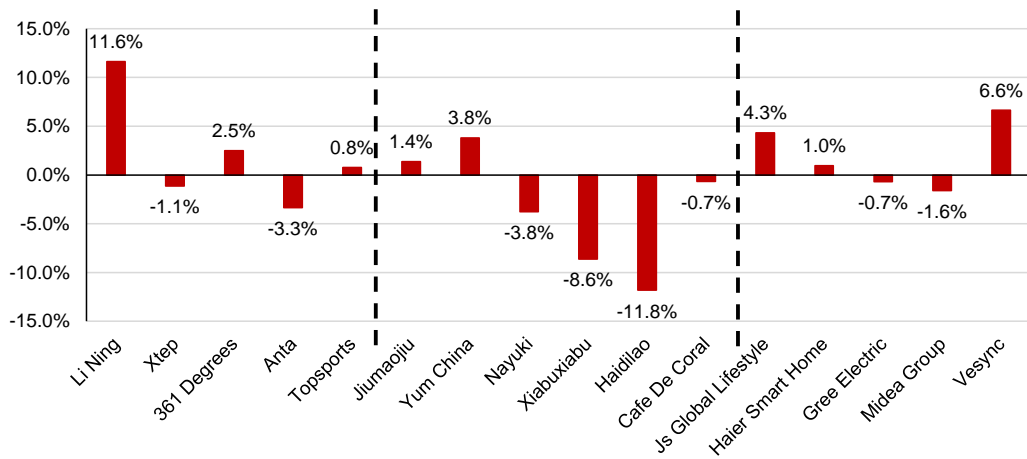
过去3年的疫情其实就像一个大型的压力测试，我们观察到那些公司拥有较强的定价权、较快的调整 and 适应、较高的营运效率以及对成本优化的能力。而在这段时间的成本优化，像租金的压缩，自动化带来人力成本下降等，假如未来销售持续改善，利润率的提升也许可以有爆发性的提升。所以我们会更推荐百胜中国、九毛九、呷哺呷哺、安踏、李宁、滔博、JS 环球、海爾智家和格力等等。

图 214: 每位员工的平均销售增长 (21 财年对比 19 财年)



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 215: 经营利润率的变化(21 财年对比 19 财年)

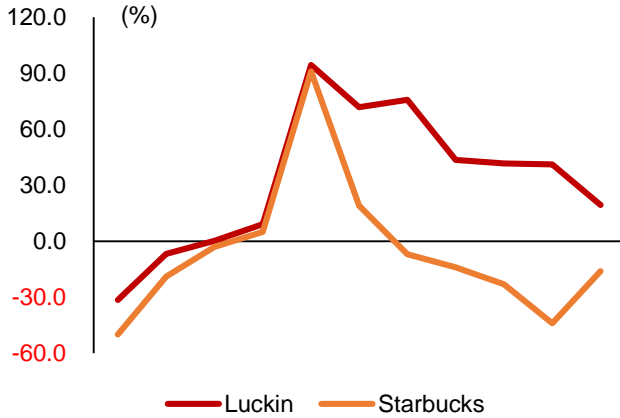


资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

■ **经济下行和消费降级**

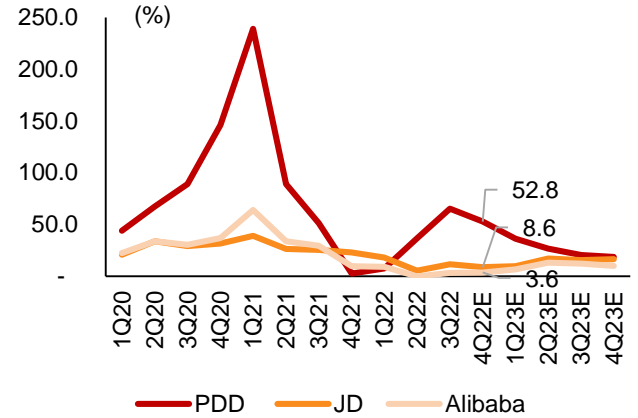
虽然经济环境理应随着开放而有明显改善，但仍然会有一定时间差，而且房地产、制造、出口行业的发展仍会较差，相信一大部分的消费力依然会较为谨慎，所以我们会更推荐价格定位更亲民和更大众化的品牌和公司，像百胜中国、瑞幸咖啡、大家乐、名创优品和特步等。

图 216: 同店销售增长 - 瑞幸咖啡对比星巴克中国



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 217: 销售增长 - 拼多多对比京东对比阿里巴巴

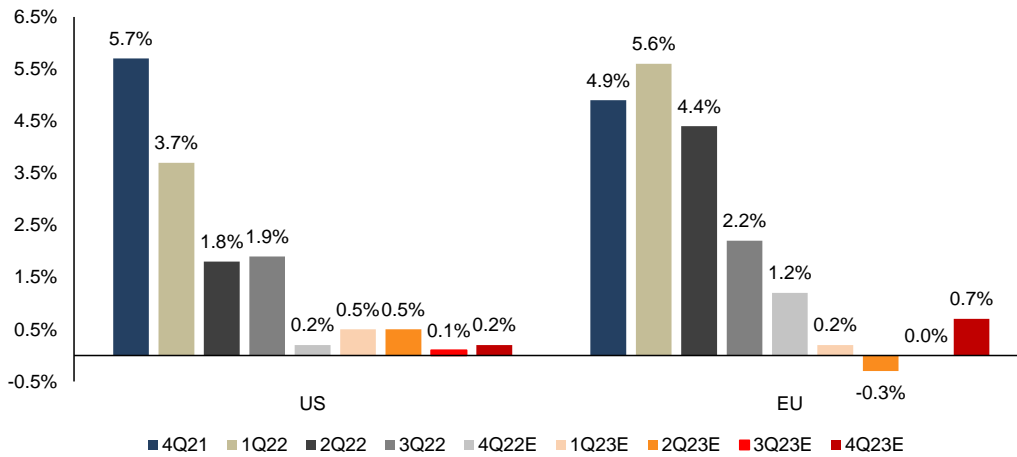


资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

■ **欧美地区消费压力犹存**

海外经济下滑风险犹存，特别库存水平仍然在爬升。我们比较担心通胀和加息的压力会比想象还高，使得我国消费品出口承压。

图 218: 美国和欧盟 GDP 增长



资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

2) 按消费行业子板块的展望

整体而言，在 2023 年，对于消费行业的子板块，我们**优先看好**

1) 餐饮行业(看好)

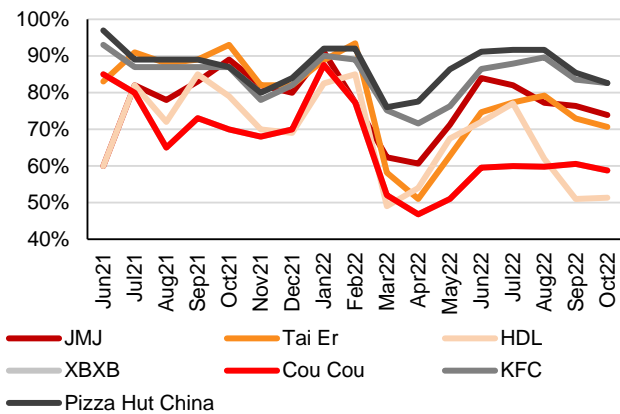
作为受疫情打击最严重的行业，封控政策放松之后，我们相信各式各样的场景，像交通枢纽、购物中心、酒吧以及不同种类的需求，像朋友、家庭和商务聚餐，都会有明显改善。而且新开店亦大概率会有所加速。我们会较为看好 1)能在过去三年持续提升效率和优化成本(例如新签租约的租金有明显下降，像扣点降低或者保底租金更低)的品牌，像九毛九和百胜中国，都是相当有竞争力和成长弹性，2) 价格定位更为亲民的品牌，因为经济复苏需时，目前消费降级的趋势仍然较强，3)在产品创新和员工激励和管理水平有提升的公司。

首选: 九毛九(9922 HK, 买入)

因为: 1)购物中心的客流和年轻人的消费力，在疫情期间都受到很大打击，我们相信这些部份在疫情重启的弹性巨大，令未来同店销售和利润率都会有大幅改善，2)在疫情常态化下，相信 23 年的开店计划很有机会加速，3)新品牌怙火锅亦已经大致完成了门店模型的打造，根据目前各个门店的排队情况，品牌受欢迎程度相当高，并不排除公司未来加速开店。

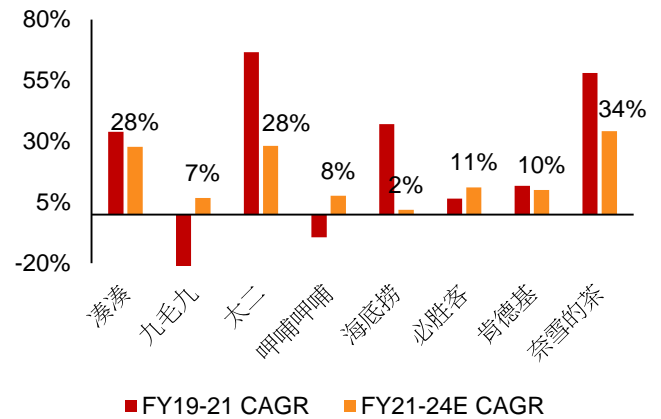
重点关注:百胜中国(9987 HK, 买入)、呷哺呷哺(520 HK)、瑞幸咖啡(LKNCY US)、大家樂(341 HK, 买入)、海伦司(9869 HK)及海底捞(6862 HK, 买入)。

图 219: 月度同店销售复苏率(对比 2019 年) - 按品牌



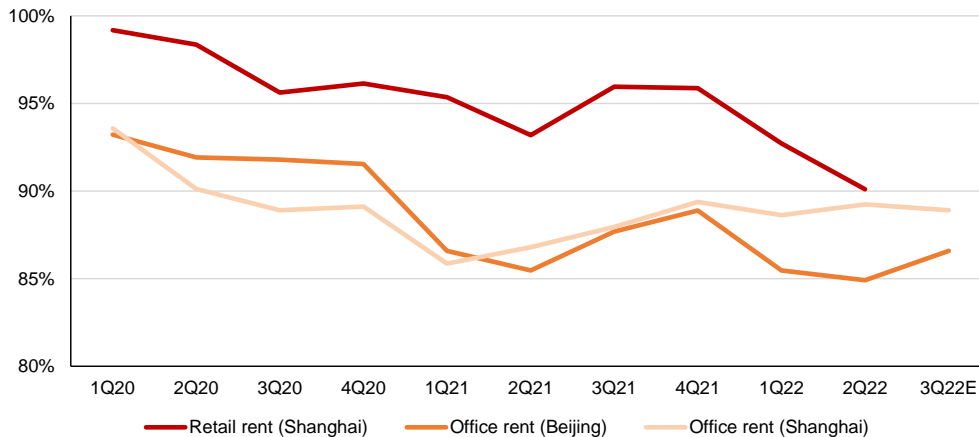
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 220: 门店数量复合年增长率- 按品牌



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 221: 中国上海和北京租金指数(对比 19 财年)



资料来源: 高力国际, 招银国际环球市场预测

2) 体育用品(看好)

长远来看，中国人民的经常运动比例仍然会继续提高，对于中小學生来说，体育练习的时间亦会增多。短期来说，最大的悬念仍然是过高的行业库存，我们预计应该会在 1Q23 到 2Q23 之间被消化掉，而零售折扣亦希望可以开始有同比的改善。而且封控政策放松后，社交活动和各项比赛恢复正常，必然对整体需求有较强的拉动，所以增长速度应该会在 2Q23 开始从新加速。随着供应链问题在 2022 年解决，新品推出和营销活动正常化，主动调整订单，海外品牌在中国区的销售有望从新录得正增长。

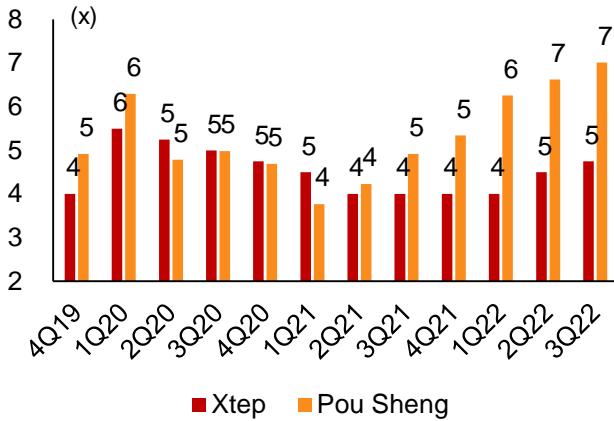
我们会较为看好:1)新兴运动品类(像户外运动)比较多的品牌，像 Descente 和 Kolon 等，2)件单价仍然可以有效提高的品牌，3)品牌力仍然能够稳健提升的国产品牌，像 361 度，以及 4)海外品牌的经销商，受惠于低基数和较强的经营杠杆。

首选: 安踏 (2020 HK, 买入)

因为 1)市场对安踏和 FILA 品牌的期望值不算太高，在疫情防控放松和消费降级下，表达会比较稳健，2)受惠于户外运动的快速增长和 3) Amer sports 的成功改革和其他潜在收入等等。

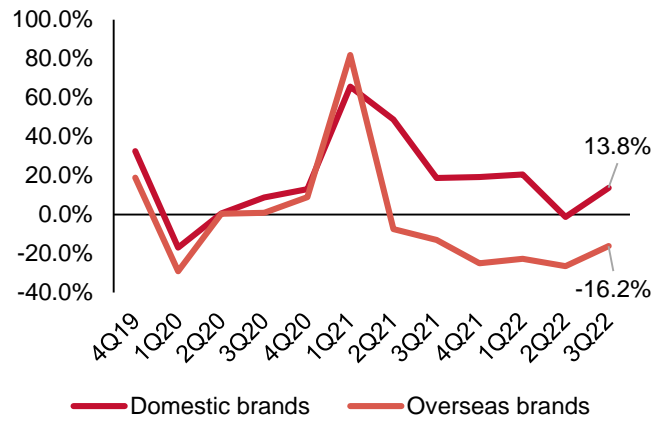
重点关注: 李宁 (2331 HK, 买入)、特步 (1368 HK, 买入)、滔博 (6110 HK)、361 度 (1361 HK) 和 寶胜 (3813 HK)。

图 222: 渠道库存销售比率 - 特步和寶胜



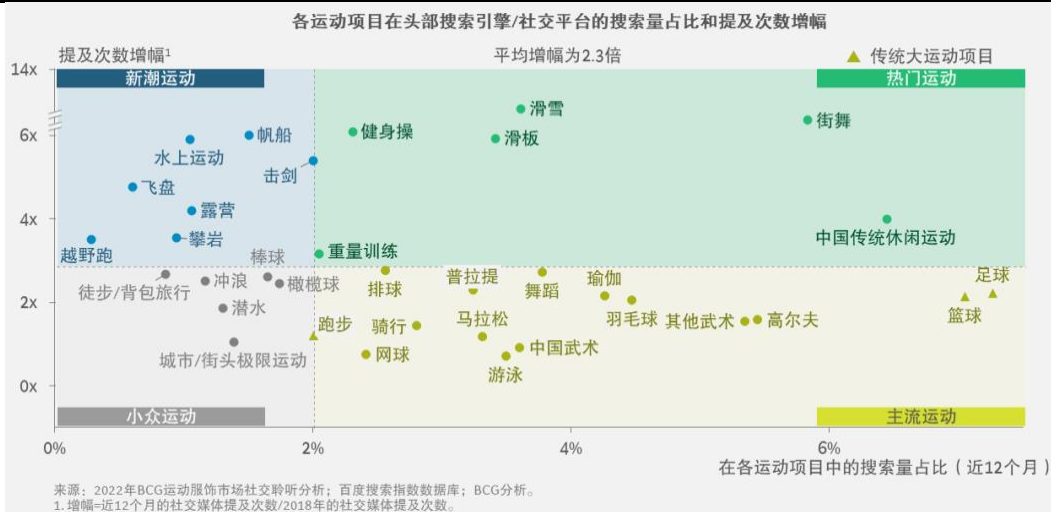
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 223: 零售流水增长 - 国内*对比海外#品牌



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测, *李宁+安踏+特步+FILA, #耐克中国+阿迪达斯中国+寶胜

图 224: 在社交媒体上声量更大的体育项目对比提及次数增长



资料来源: 波士顿咨询公司, 招银国际环球市场预测

3) 旅游 - 酒店行业 (看好)

长远来说，中国人的出游次数，还是远低于其他发达国家。而且行业的连锁化率还是比较低。我们相信，整个疫情都加速了行业整合，龙头品牌通过他们降本增效的策略，大幅提高市占率。通过参考其他国家的路径，随着封控政策放松后，国内旅游会快速复苏，特别是像中国这种海外旅客占比较少的国家。而且我们发现中国 GDP 的复苏率是要比零售销售的复苏率高不少，假如没有封控措施，相信旅游收入也会大幅反弹。参考美国的经验，休闲类的旅游复苏应该会比商务旅游更快。更重要的一点是，酒店行业经营杠杆特别高，尤其是自营业务(对比管理加盟)，受疫情影响利润下滑严重，但相反，反弹时利润增长亦会非常强劲。而且因为全国多地的房产租金，过去 2 年都有不同程度的下调(一线城市约 10-20%，低线城市也许多达 20%-40%)，假设往后经济稳步复苏，加盟商的长线利润率会不错，加大了他们开店的意愿。

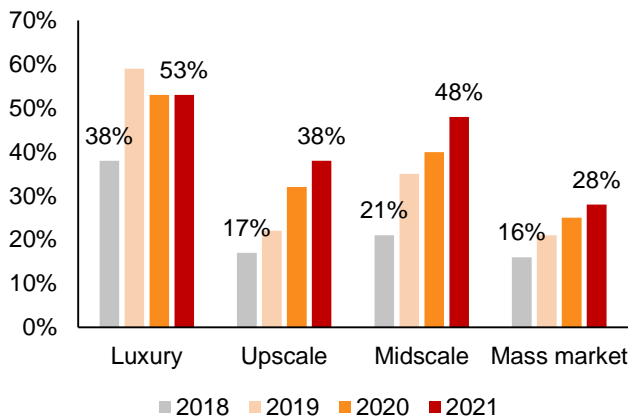
我们看好:1)主力中高端品牌的酒店集团，像亚朵，因为性价比更高，非常适合行业年轻化、个性化、商旅化的趋势，2)大力推动组织架构调整，优化管理和成本的品牌，像锦江和华住，3)自营酒店占比更高的品牌，因为日后复苏的弹性更大。

首选: 亚朵(ATAT US)

原因是 1)快于同行的复苏率，2)广阔的开店空间，如果疫情不太严重，开店速度或许能够加快和 3)管理加盟的业务还需要爬坡，令未来几年的利润率提升，还是可以很快。

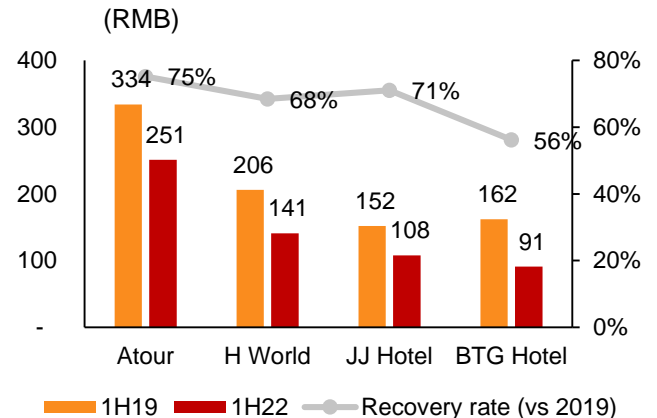
重点关注: 锦江酒店(600754 CH)、华住集团 (1179 HK)、首旅 (600258 CH)。

图 225: 国内酒店的连锁化率 - 按价格定位



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 226: RevPAR 复苏率 (1H22 对比 1H19) - 按品牌



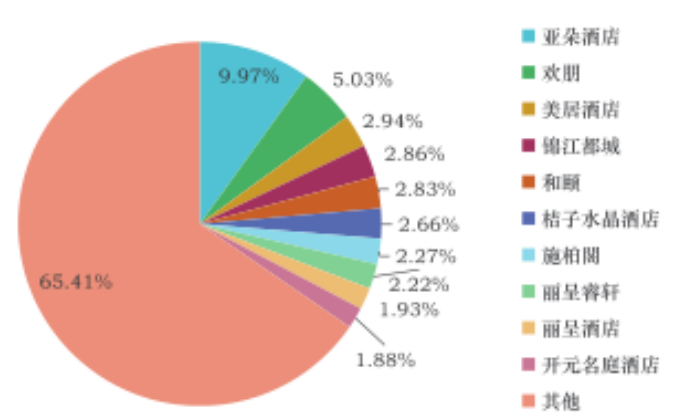
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 227: 中国前 10 家连锁酒店高端品牌规模

序号 Number	品牌名称 BRAND	所属集团 PARENT GROUP	客房数 ROOMS	门店数 HOTELS
1	亚朵酒店	亚朵集团	71961	619
2	欢朋	锦江国际集团	36354	219
3	美居酒店	华住酒店集团	21217	125
4	锦江都城	锦江国际集团	20664	168
5	和颐	首旅如家酒店集团	20466	169
6	桔子水晶酒店	华住酒店集团	19190	144
7	施柏閣	华住酒店集团	16389	65
8	丽呈睿轩	丽呈酒店集团	16041	137
9	丽呈酒店	丽呈酒店集团	13906	80
10	开元名庭酒店	德盛集团	13577	76

资料来源: 中国饭店协会, 招银国际环球市场预测

图 228: 中国前 10 家连锁酒店高端品牌市场占有率



资料来源: 中国饭店协会, 招银国际环球市场预测

4) 服装行业(看好)

长期来说，在传统服装的功能性上有快速和大幅改善前，服装行业的增速要比体育用品慢一些是合理的，但是从市场体量来说，还是要大很多倍的。

受到 2Q22 到 3Q22 的疫情和体育用品订货较多带来的库存的影响，服装行业的成长和折扣水平在 4Q22 还是差一些，我们预计需要到明年初才会正常化。但展望 2023 年，经历了两三年的抑压，随着封控政策放松，各种社交需求也许会明显提升，对不同场景和类型的服装的需求也是。但当然，因为总体经济增长还是较差，消费降级的情况很能会持续一段时间。而且投资者必须注意的是，因为过去 3 年都是拉尼娜现象(2022 到 2023 年也大概率是个冷冬，但平均温度会比去年高)，2023 也许会出现厄尔尼诺现象，整体温度会更暖和一些，这并不不利好服装销售。

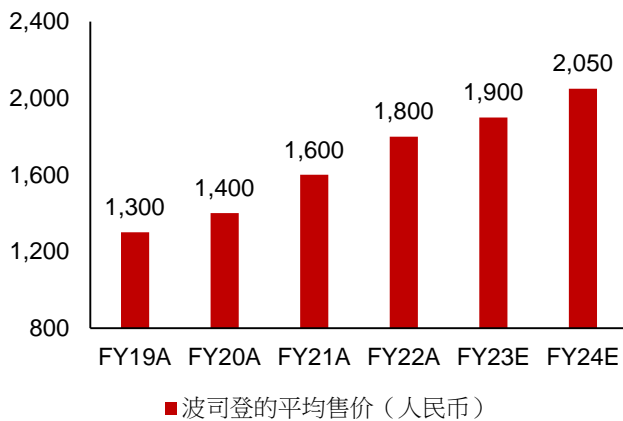
我们较为看好:1)产品和品牌能不断升级，带来单价提升的品牌，像波司登，2)在新零售渠道，像抖音快手，离店销售等的品牌，像江南布衣，以及 3)在经营模式上有持续提升(批发转代销，代销转直营)的品牌，像利郎等。

首选: 波司登(3998 HK, 买入)

虽然天气是一大因素，但从基本面来说，公司的内功提升还是很显著:1)不断推出新产品，适应不同温度的天气，像今年的轻薄羽绒服，2)坚定不移的推进品牌高端化，通过新产品研发，和其他品牌 crossover，明星合作等，3)在库存管理上，仍然是行业中最优秀的，因为去库存带来的利润率风险较低。

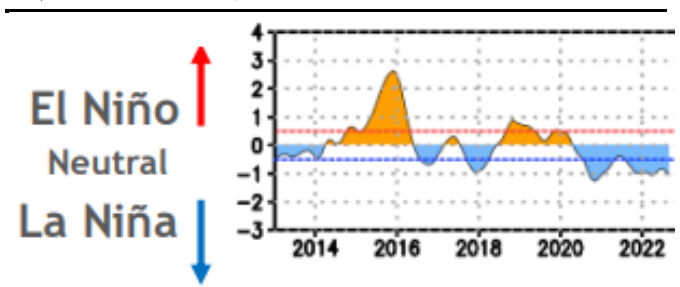
重点关注:江南布衣(3306 HK, 买入)和利郎(1234 HK, 买入)。

图 229: 波司登的平均售价 (人民币)



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 230: 海洋圣婴指数, 海表温度距平 (三个月滑动平均, 减去长期气候平均)



资料来源: 美国国家海洋暨大气总署, 招银国际环球市场预测

我们对下面的子板块有**中性**的看法

5) 家电行业(中性)

过去12月的房地产销售仍然低迷，并不利好新房相关的家电销售。虽然政府政策已经开始回暖，但经济下滑态势改善需时，对于家电的重置需求仍然有所压制，总体来说我们对国内家电销售并不乐观，特别是单价提升的幅度大概率会比2022年更弱。疫情封控政策的放松，对需求的拉动亦不会太明显。受制于海外经济体的经济下滑，通胀压力和汇率影响，消费需求进一步受压，家电出口相信仍然会比较疲弱，同时亦要等待零售渠道的库存和零售折扣逐渐好转。而小家电的表现可能更弱一些，因为居家消费可能会减少，而海外的复苏也需时。

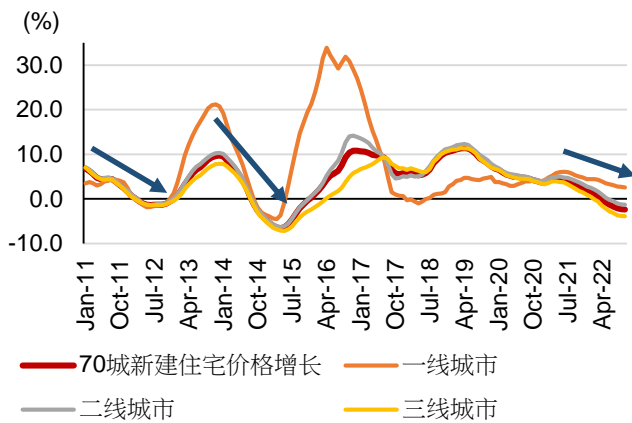
我们较为看好1)渠道改革的红利逐渐释放的格力，2)产品持续高端化相当成功的(不论是国内还是海外的)海尔，3)加大力度拓展传统家电以外的业务(楼宇科技和汽车制造)的美的。

首选: 海尔智家(6690 HK, 买入)

原因是1)确定性较高的单价提升，受惠于消费升级和中高端产品更快的增速，2)全球化的制造和供应链的布局，3)集团在前中后台的数字化带来的效率提升，以及4)原材料价格下降带来的利润率改善。

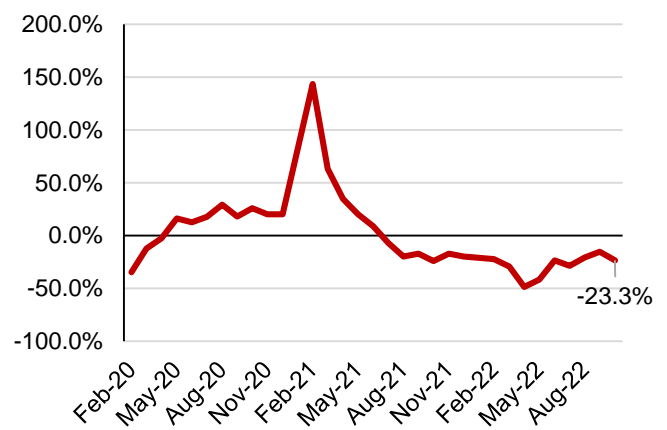
重点关注: 格力(000651 CH)、美的(000333 CH, 买入)、JS 环球(1691 HK, 买入)、Vesync(2148 HK, 买入)、九阳股份(002242 CH)、苏泊尔(002032 CH)。

图 231: 中国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数(月)



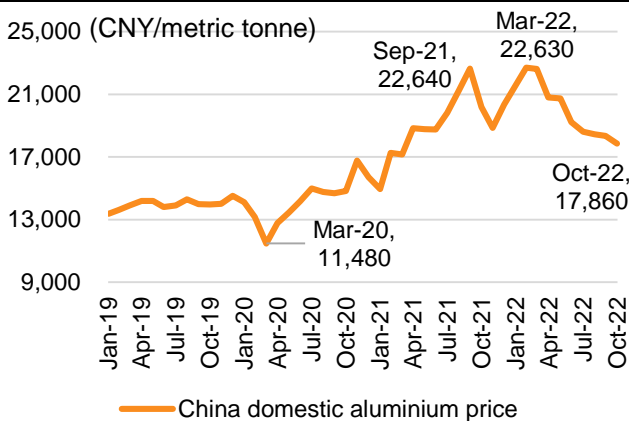
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 232: 中国房地产 - 住宅销售增长



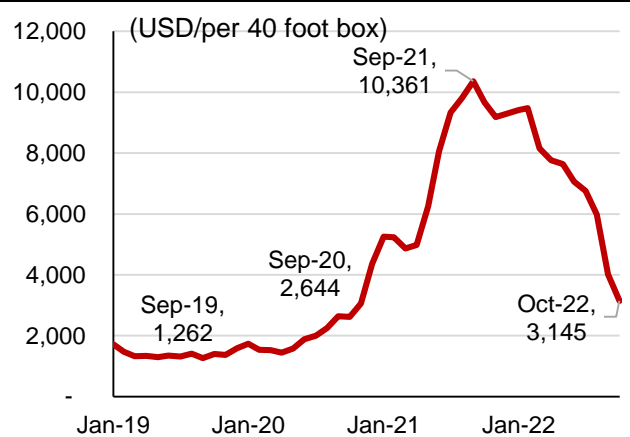
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 233: 中國國內鋁價



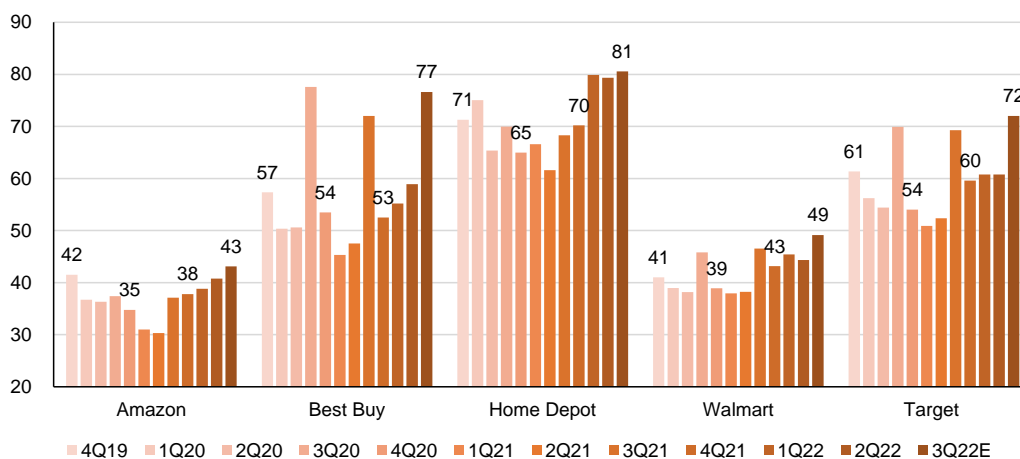
资料来源: 彭博, 招银国际证券预测

图 234: WCI 综合集装箱货运费率指数



资料来源: 彭博, 招银国际证券预测

图 235: 美国零售商的库存天数



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

3) 同行估值

图 236: 同行估值表 1

Company	Ticker	Price L.C.	Mkt cap HK\$ mn	Rating	TP L.C.	Year End	PER (x)		EV/EBITDA (x)		PBR (x)		PEG (x)		Yield (%) FY0	Net gearing FY0	YTD performanc
							FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY1			
Sports																	
Anta Sports	安踏體育	2020 HK	99.10	268,920	BUY	113.30	Dec-21	29.7	24.0	16.7	13.8	6.9	5.7	2.2	1.5	(21.9)	(15.0)
Li Ning	李寧	2331 HK	62.50	164,421	BUY	73.08	Dec-21	31.6	25.5	19.0	14.9	5.9	5.0	2.0	1.0	(63.3)	(26.8)
Xtep	特步國際	1368 HK	9.67	25,497	BUY	10.52	Dec-21	20.7	17.4	11.6	9.8	2.6	2.4	1.3	2.6	(24.4)	(25.6)
361 Degrees	3 6 1 度	1361 HK	3.29	6,802	-	-	Dec-21	8.2	7.0	0.9	0.3	0.7	0.7	0.6	4.3	(59.4)	(17.8)
Topspots	滔搏	6110 HK	5.78	35,843	-	-	Feb-22	14.1	11.6	5.9	5.2	2.9	2.7	2.2	5.4	17.2	(24.0)
Pou Sheng	寶勝國際	3813 HK	0.79	4,208	-	-	Dec-21	23.6	6.4	1.4	0.8	0.5	0.4	0.8	0.4	38.6	(30.7)
China Dongxiang	中國動向	3818 HK	0.32	1,884	-	-	Mar-22	n/a	9.6	n/a	n/a	0.2	0.2	0.0	3.5	(47.3)	(51.2)
Average								21.3	14.5	9.3	7.5	2.8	2.4	1.3	2.7	(22.9)	(27.3)
Median								22.2	11.6	8.8	7.5	2.6	2.4	1.3	2.6	(24.4)	(25.6)
Apparel																	
Bosideng	波司登	3998 HK	3.86	42,058	BUY	4.07	Mar-22	15.5	13.0	10.3	8.6	2.8	2.6	1.2	4.6	(46.8)	(21.4)
Giordano	佐丹奴國際	709 HK	1.70	2,687	-	-	Dec-21	13.1	10.0	11.1	8.6	n/a	n/a	0.7	7.1	(9.3)	14.1
Esprit	思捷環球	330 HK	0.87	2,463	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	(0.3)	22.5
Cosmo Lady China	都市麗人	2298 HK	0.20	450	-	-	Dec-21	17.9	6.0	n/a	n/a	0.2	0.2	(0.1)	n/a	36.6	(59.2)
Jnby Design	江南布衣	3306 HK	8.84	4,586	BUY	12.67	Jun-22	6.7	5.6	3.5	2.9	2.2	2.0	0.6	11.1	(28.8)	(28.7)
China Lilang	中國利郎	1234 HK	3.92	4,694	BUY	4.46	Dec-21	7.2	6.1	n/a	n/a	1.1	1.0	0.5	9.5	(36.4)	(7.6)
Hla Group	海瀾之家	600398 CH	5.58	26,899	-	-	Dec-21	10.8	9.1	3.7	3.0	1.5	1.4	3.4	5.5	(39.2)	(12.9)
Semir Garment	森馬服飾	002563 CH	5.50	16,536	-	-	Dec-21	15.2	11.2	n/a	n/a	1.3	1.2	(7.4)	6.3	(40.3)	(28.8)
Peacebird Fashion	太平鳥	603877 CH	19.08	10,145	-	-	Dec-21	19.4	12.8	11.3	7.6	2.1	1.9	5.8	2.0	(24.1)	(31.6)
Dazzle Fashion	地素時尚	603587 CH	15.59	8,370	-	-	Dec-21	12.7	10.2	13.4	11.2	1.9	1.7	6.2	5.1	(70.4)	(18.6)
Xinjiang Lachapelle	*S拉夏	6116 HK	0.27	148	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	n/a	(38.6)
Average								13.2	9.3	8.9	7.0	1.6	1.5	1.0	6.4	(25.9)	(19.2)
Median								13.1	10.0	10.7	8.1	1.7	1.5	0.6	5.9	(32.6)	(21.4)
Restaurant																	
Haidilao	海底撈	6862 HK	20.80	115,939	BUY	21.62	Dec-21	209.4	43.5	22.8	15.1	12.3	9.7	(1.1)	0.1	106.0	22.9
Jiumaojiu	九毛九	9922 HK	18.88	27,449	BUY	19.70	Dec-21	88.6	35.6	25.4	14.0	7.3	6.1	2.1	0.2	5.2	37.8
Nayuki	奈雪的茶	2150 HK	7.06	12,109	BUY	7.38	Dec-21	n/a	55.5	20.0	6.7	2.4	2.1	0.0	0.0	(53.6)	(17.5)
Xiabuxiabu	呷哺呷哺	520 HK	8.17	8,874	-	-	Dec-21	n/a	33.1	13.1	7.0	4.7	4.2	0.0	0.7	36.7	35.4
Helens	海倫司	9869 HK	14.56	18,446	-	-	Dec-21	n/a	38.1	43.6	11.0	5.8	5.1	0.0	0.0	(13.2)	(22.9)
Cafe De Coral	大家樂集團	341 HK	14.34	8,399	BUY	15.12	Mar-22	37.4	21.3	13.6	11.5	2.9	2.7	0.2	1.9	53.7	3.2
Tam Jai	譚仔國際有限公	2217 HK	2.34	3,137	-	-	Mar-22	16.7	10.2	2.1	1.3	2.0	1.8	0.8	1.8	(42.4)	(29.9)
Tai Hing	太興集團	6811 HK	1.18	1,186	-	-	Dec-21	90.8	9.1	n/a	n/a	118.0	107.3	5.3	6.3	64.2	(13.2)
Fairwood	大快活集團	52 HK	13.26	1,718	-	-	Mar-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	90.7	(14.5)
Ajsen China	味干 (中國)	538 HK	0.80	873	-	-	Dec-21	7.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	7.0	(27.2)	(36.5)
Tsui Wah	翠華控股	1314 HK	0.29	409	-	-	Mar-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	94.1	21.8
Yihai	頤海國際	1579 HK	25.60	26,801	BUY	108.52	Dec-21	34.5	28.5	20.2	16.5	5.3	4.5	7.9	0.9	(35.4)	(28.2)
Yum China	百勝中國	9987 HK	436.00	182,440	BUY	465.05	Dec-21	49.7	29.6	18.8	13.4	3.2	2.9	(295.8)	0.8	(14.6)	14.0
Yum China	百勝中國	YUMC US	55.78	181,630	-	-	Dec-21	49.5	29.5	18.7	13.3	3.2	2.9	(294.5)	0.8	(14.6)	11.9
Average								64.9	30.4	19.8	11.0	15.2	13.6	(41.1)	1.7	17.8	(1.1)
Median								49.5	29.6	19.4	12.4	4.7	4.2	0.0	0.8	(4.0)	(5.0)
Home appliances																	
Haier Smart Home	海爾智家	6690 HK	26.60	254,978	BUY	27.30	Dec-21	14.6	12.6	8.6	7.1	2.4	2.2	41.4	2.6	3.0	(19.3)
Js Global Lifestyle	Js環球生活	1691 HK	9.22	32,220	BUY	9.51	Dec-21	10.4	8.8	6.3	5.5	1.9	1.6	1.5	3.9	18.8	(29.8)
Vesync	Vesync Co Ltd	2148 HK	4.80	5,582	HOLD	5.27	Dec-21	9.9	7.5	n/a	n/a	2.0	1.7	0.3	2.6	(23.5)	(48.7)
Hisense Home	海信家電	921 HK	8.66	17,818	-	-	Dec-21	8.0	6.5	n/a	n/a	0.9	0.8	0.4	5.2	28.6	(6.4)
Midea Group	美的集團	000333 CH	54.00	421,583	BUY	67.79	Dec-21	12.4	11.2	9.0	7.6	2.6	2.3	2.0	3.4	4.3	(26.8)
Gree Electric	格力電器	000651 CH	33.26	209,023	-	-	Dec-21	7.3	6.7	3.8	2.7	1.6	1.5	0.9	7.5	(0.7)	(10.2)
Haier Smart Home	海爾智家	600690 CH	25.00	254,974	-	-	Dec-21	15.4	13.4	9.0	7.7	2.6	2.3	328.8	2.4	3.0	(16.4)
Joyoung	九陽股份	002242 CH	16.58	14,192	-	-	Dec-21	17.9	15.3	14.5	12.0	2.9	2.8	4.0	4.9	(16.6)	(28.5)
Zhejiang Supor	蘇泊爾	002032 CH	50.14	45,248	-	-	Dec-21	19.6	17.5	15.2	13.6	5.0	4.5	2.8	4.0	(49.6)	(19.4)
Ecovacs Robotics	科沃斯	603486 CH	79.90	51,137	-	-	Dec-21	25.3	20.6	19.9	15.2	7.0	5.6	3.3	1.4	(61.9)	(47.1)
Beijing Roborock	石頭科技	688169 CH	265.75	27,785	-	-	Dec-21	17.9	15.2	18.1	14.2	2.6	2.1	2.4	0.7	(63.1)	(54.2)
Hangzhou Robam	老闆電器	002508 CH	28.63	30,322	-	-	Dec-21	14.4	12.7	10.8	8.5	2.7	2.4	0.8	2.3	(63.5)	(20.5)
Average								14.4	12.3	11.5	9.4	2.9	2.5	32.4	3.4	(18.4)	(27.3)
Median								14.5	12.6	9.9	8.1	2.6	2.2	2.2	3.0	(8.7)	(23.7)

資料來源: 彭博, 招銀國際環球市場預測

图 237: 同行估值表 2

Company		Ticker	Price	Mkt cap	Rating	TP	Year	PER (x)		EV/EBITDA (x)		PBR (x)		PEG (x)		Yield (%)	Net gearing	YTD	
			L.C.	HK\$ mn		L.C.	End	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY0	performanc	
HK retail																			
Chow Tai Fook	周大福	1929 HK	14.90	149,000	-	-	Mar-22	20.8	17.2	13.0	11.1	4.0	3.6	1.4	3.6	31.9	7.9		
Luk Fook	六福集團	590 HK	22.80	13,386	-	-	Mar-22	9.0	7.9	5.0	4.5	1.0	1.0	0.8	5.1	(9.8)	8.6		
Chow Sang Sang	周生生	116 HK	9.86	6,679	-	-	Dec-21	6.9	6.0	5.7	4.2	0.5	0.5	0.3	6.0	19.9	(9.5)		
Emperor Watch	英皇鐘錶珠寶	887 HK	0.19	1,275	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	(3.0)	(8.3)		
Oriental Watch	東方表行集團	398 HK	4.68	2,281	-	-	Mar-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	(40.2)	3.3		
Sa Sa Intl	莎莎國際	178 HK	1.87	5,803	-	-	Mar-22	n/a	53.4	402.6	23.5	6.2	5.7	0.0	0.0	28.2	12.0		
Lifestyle Intl	利福國際	1212 HK	4.98	7,480	-	-	Dec-21	11.2	8.4	20.5	17.8	3.0	2.5	(0.1)	0.0	506.2	16.1		
Hong Kong TV	香港科技探索	1137 HK	5.42	5,002	-	-	Dec-21	24.9	23.1	13.2	11.6	2.3	2.2	0.2	1.9	(13.5)	(36.2)		
Yoho Group	友和集團	2347 HK	0.93	465	-	-	Mar-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	(24.6)	n/a		
Intl Housewares	國際家居零售	1373 HK	2.85	2,063	-	-	Apr-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	13.4	3.0		
HK & SH Hotels	大酒店	45 HK	7.99	13,179	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	43.4	16.6		
Shangri-La Asia	香格里拉 (亞洲)	69 HK	6.00	21,513	-	-	Dec-21	n/a	35.0	39.8	17.7	0.9	0.8	0.0	0.0	90.0	(7.8)		
Cafe De Coral	大家樂集團	341 HK	14.34	8,399	BUY	15.12	Mar-22	37.4	21.3	13.6	11.5	2.9	2.7	0.2	1.9	53.7	3.2		
Tam Jai Intl	譚仔國際有限公	2217 HK	2.34	3,137	-	-	Mar-22	16.7	10.2	2.1	1.3	2.0	1.8	0.8	1.8	(42.4)	(29.9)		
Tai Hing	太興集團	6811 HK	1.18	1,186	-	-	Dec-21	90.8	9.1	n/a	n/a	118.0	107.3	5.3	6.3	64.2	(13.2)		
Wharf Reic	九龍倉置業	1997 HK	45.60	138,452	-	-	Dec-21	21.2	21.4	20.3	18.5	0.7	0.7	1.2	2.9	22.5	15.2		
Link Reit	領展房產基金	823 HK	55.65	117,282	-	-	Mar-22	18.2	17.6	18.7	17.8	0.7	0.7	30.7	5.6	28.8	(18.9)		
Fortune Reit	置富產業信託	778 HK	5.98	11,886	-	-	Dec-21	14.7	15.3	17.2	16.6	0.4	0.4	(1.2)	7.4	29.9	(25.3)		
Average								24.7	18.9	47.6	13.0	11.0	10.0	2.2	3.3	44.4	(3.7)		
Median								18.2	17.2	15.4	14.1	2.0	1.8	0.1	2.9	25.4	3.0		
Textile																			
Shenzhou	申洲國際	2313 HK	78.65	118,228	-	-	Dec-21	22.7	18.8	17.2	14.2	3.5	3.1	0.9	2.5	(5.4)	(47.5)		
Crystal	晶苑國際	2232 HK	2.30	6,561	-	-	Dec-21	4.8	4.4	1.8	1.5	0.6	0.5	0.6	6.4	(15.7)	(12.2)		
Huali	華利集團	300979 CH	53.50	69,675	-	-	Dec-21	18.7	15.9	14.6	12.0	4.8	4.0	1.2	2.0	(38.3)	(39.9)		
Regina Miracle	維珍妮	2199 HK	3.45	4,224	-	-	Mar-22	8.2	6.4	5.2	4.3	1.1	1.0	0.5	3.9	93.9	(46.9)		
Pacific Textiles	互大紡織	1382 HK	2.67	3,761	-	-	Mar-22	7.0	5.8	4.8	4.1	1.1	1.0	0.6	12.1	0.8	(27.4)		
Nameson	南旋控股	1982 HK	0.48	1,083	-	-	Mar-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	27.0	(10.4)		
Best Pacific	超盈國際控股	2111 HK	1.20	1,248	-	-	Dec-21	3.0	2.5	3.2	2.8	0.4	0.3	0.2	11.7	37.6	(42.6)		
Texwinca	德永佳集團	321 HK	1.23	1,699	-	-	Mar-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	(8.6)	(20.6)		
Win Hanverky	永嘉集團	3322 HK	0.24	306	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	44.1	(29.0)		
Eagle Nice	鷹美	2368 HK	3.99	2,130	-	-	Mar-22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	12.4	(14.7)		
Texhong	天虹紡織	2678 HK	6.72	6,169	-	-	Dec-21	3.0	2.9	3.2	3.0	0.5	0.4	(0.3)	10.3	47.3	(34.8)		
Yue Yuen	裕元集團	551 HK	11.18	18,024	-	-	Dec-21	7.3	7.0	4.2	3.8	0.5	0.5	0.2	5.8	26.7	(14.3)		
Stella	九興控股	1836 HK	7.50	5,955	-	-	Dec-21	6.7	6.3	3.6	3.2	0.7	0.7	0.4	10.3	(10.4)	(20.5)		
Average								9.0	7.8	6.4	5.4	1.5	1.3	0.3	7.2	16.3	(27.8)		
Median								7.0	6.3	4.2	3.8	0.7	0.7	0.2	6.4	12.4	(27.4)		
Entertainment																			
Imax China	imax China	1970 HK	9.00	3,052	-	-	Dec-21	25.7	12.2	n/a	n/a	1.5	1.4	82.8	2.2	(37.1)	(22.1)		
Television Broadcasts	電視廣播	511 HK	3.65	1,599	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	18.2	(22.5)		
Maoyan Entertainment	貓眼娛樂	1896 HK	8.43	9,644	-	-	Dec-21	21.0	13.1	11.0	6.0	1.1	1.0	0.8	0.0	(26.2)	(7.8)		
Alibaba Pictures	阿里影業	1060 HK	0.58	15,646	-	-	Mar-22	52.0	26.0	n/a	n/a	1.0	0.9	0.8	n/a	(23.9)	(18.3)		
Maoyan Entertainment	貓眼娛樂	1896 HK	8.43	9,644	-	-	Dec-21	21.0	13.1	11.0	6.0	1.1	1.0	0.8	0.0	(26.2)	(7.8)		
Huace Film & Tv	華策影視	300133 CH	5.00	10,608	-	-	Dec-21	20.6	17.2	10.0	8.5	1.3	1.3	1.9	0.5	(56.5)	(26.1)		
Ciwen Media	慈文傳媒	002343 CH	5.71	3,026	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	4.9	(1.4)		
Linmon Media	檸檬影視傳媒有	9857 HK	19.60	7,065	-	-	Dec-21	16.7	13.4	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	n/a	n/a		
Strawbear Entertainment	稻草熊娛樂	2125 HK	1.03	718	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	(1.0)	(82.8)		
Beijing Enlight Media	光線傳媒	300251 CH	8.52	27,893	-	-	Dec-21	43.2	26.2	48.7	20.9	2.6	2.4	(0.2)	0.2	(10.8)	(33.7)		
China Film	中國電影	600977 CH	13.58	28,294	-	-	Dec-21	135.8	28.6	n/a	n/a	2.2	2.1	2.3	0.1	(46.5)	6.0		
Huayi Brothers Media	華誼兄弟	300027 CH	2.75	8,515	-	-	Dec-21	n/a	183.3	n/a	n/a	2.9	2.7	0.0	0.0	75.2	(30.6)		
Bilibili Inc	哔哩哔哩 - W	BILI US	22.50	70,021	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	4.0	5.6	0.0	0.0	(16.4)	(51.5)		
Iqiyi Inc	爱奇艺公司	IQ US	3.69	24,731	-	-	Dec-21	82.2	20.8	11.9	9.9	3.6	3.6	(0.5)	0.0	233.1	(19.1)		
Mango Excellent Media	芒果超媒	300413 CH	27.54	57,495	-	-	Dec-21	24.0	20.1	5.9	4.9	2.7	2.4	3.4	0.5	(53.8)	(51.9)		
Average								44.2	34.0	16.4	9.4	2.2	2.2	6.1	0.3	2.3	(26.4)		
Median								24.9	20.1	11.0	7.3	2.2	2.1	0.0	0.0	(20.2)	(22.3)		
Exporters																			
Man Wah	敏華控股	1999 HK	7.92	31,029	-	-	Mar-22	12.6	11.0	8.6	7.6	2.4	2.1	1.0	4.0	10.9	(34.4)		
Goodbaby	好孩子國際	1086 HK	0.64	1,068	-	-	Dec-21	n/a	5.8	n/a	n/a	0.2	0.2	0.0	n/a	44.5	(36.0)		
Dream	德林國際	1126 HK	2.70	1,828	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	(11.3)	(3.6)		
Vtech	Vtech Holdings	303 HK	50.35	12,724	-	-	Mar-22	9.5	8.9	6.2	5.6	2.4	2.2	1.5	8.5	0.2	(17.5)		
Techtronic	創科實業	669 HK	90.95	166,864	-	-	Dec-21	18.6	16.4	13.1	11.5	3.9	3.4	1.5	2.1	41.2	(41.4)		
Average								13.6	10.5	9.3	8.2	2.2	2.0	0.8	4.9	17.1	(26.6)		
Median								12.6	9.9	8.6	7.6	2.4	2.2	1.0	4.0	10.9	(34.4)		
Hotels																			
H World	華住集團有限公	1179 HK	34.00	109,418	-	-	Dec-21	n/a	57.8	115.8	22.7	11.9	9.7	0.0	0.2	330.1	17.4		
H World Adr	華住集團有限公	HTHT US	42.50	106,433	-	-	Dec-21	n/a	56.3	112.8	22.1	11.6	9.4	0.0	0.2	330.1	14.5		
Atour Lifestyle	亞朵生活控股有	ATAT US	16.51	16,846	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	(124.3)	n/a		
Greentree Hospitality	格林酒店集團	GHG US	3.61	2,895	-	-	Dec-21	18.4	8.4	n/a	n/a	1.3	1.1	0.4	1.2	(15.0)	(54.4)		
Ssaw Hotels & Resorts	君亭酒店	301073 CH	72.25	9,741	-	-	Dec-21	218.9	70.8	n/a	n/a	13.8	11.4	4.1	0.2	108.1	215.8		
Shanghai Jinjiang	錦江酒店	600754 CH	57.93	61,515	-	-	Dec-21	364.3	37.7	39.7	15.6	3.7	3.5	2.1	0.1	99.5	(1.1)		
Btg Hotels Group	首旅酒店	600258 CH	25.10	31,340	-	-	Dec-21	n/a	32.9	19.2	9.6	2.6	2.4	0.0	0.0	73.2	(3.9)		
HK & SH Hotels	大酒店	45 HK	7.99	13,179	-	-	Dec-21	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	43.4	16.6		
Shangri-La Asia	香格里拉 (亞洲)	69 HK	6.00	21,513	-	-	Dec-21	n/a	35.0	39.8	17.7	0.9	0.8	0.0	0.0	90.0	(7.8)		
Average								200.6	42.7	65.5	17.6	6.5	5.5	0.7	0.3	103.9	24.6		
Median								218.9	37.7	39.8	17.7	3.7	3.5	0.0	0.2	90.0	6.7		

资料来源: 彭博, 招银国际证券预测

中国汽车板块

优于大市

分析师：史迹 - shiji@cmbi.com.hk
 龚文静 - douwenjing@cmbi.com.hk

行业变革中车企转型求生的关键一年

2023 或是 2018 的部分重演，关注 Beta 机会

我们预计明年中国乘用车批发销量将同比下滑 7%，相比其他券商更加乐观。虽然燃油车购置税优惠退出后，明年整体汽车行业可能面临较大的不确定性，但是我们认为大部分的短期负面因素已经在股价反映。我们预计明年中国市场的燃油车销量可能面临超 20% 的下滑，对于很多车企来说将是关乎生死存亡的一年。我们相信行业的长期竞争格局将在明年年底变得更为清晰。

2023 年乘用车销量预测：零售-6%，批发-7%

今年 6 月以来，汽车行业在刺激政策的帮助下重拾增长，但我们率先从中看到危机，8 月份即向投资者提示了潜在价格战的风险，尤其对于明年头部新能源车企集体释放产能大于市场增量的可能。现在市场对明年的销量预测普遍变得悲观，而我们的销量预测则稍显乐观，我们认为部分投资者可能高估了今年购置税减半对明年需求的透支，也可能低估车企在明年对市占率诉求的决心。我们预计明年乘用车零售销量同比下滑 6%，批发销量同比下滑 7%，其中燃油车批发销量同比下滑 21%。此外，我们预计明年出口销量同比增长 13%，有助于弥补国内需求的下滑。我们预计明年传统豪华品牌的零售销量同比下滑 8%，继续跑输整体行业。

2023 年新能源车：高端纯电和 PHEV 或成增长引擎，中国品牌独领风骚

我们预计 2023 年中国新能源乘用车零售销量同比增长 38% 至 750 万台，渗透率提升至 37%；批发销量同比增长 31% 至 850 万台，渗透率提升至 38%。我们预计明年电池供应将更加充足，或成为行业基本面改善的一个催化剂。我们认为明年中国新能源车销量增长的主要动力来自于定价 20-30 万元的高端车型以及 PHEV 在低线城市的加速渗透。此外，我们认为特斯拉 (TSLA US, 未评级) 会加速在中国低线城市的零售网络布局，以上海工厂产能扩张后继续维持较高的产能利用率水平。

投资策略：抓住 Beta 机会；推荐标的：理想、吉利

随着燃油车购置税补贴在年底结束，2023 年整体汽车行业将面临销量下行的风险，这一点和 2018 年相仿，在整体行业承压、看不清长期赢家时，我们认为区间交易是较优的投资策略，抓住行业 Beta 的变化可能比个股选择更为重要。我们认为经过惨烈的 2023 年之后，行业的长期竞争格局将变得更加清晰，一旦长期赢家开始显现，长线投资将变得更具可持续性。我们认为 2023 年与 2018 年的不同之处在于 2017 年底的时候投资者并没有预期 2018 年销量会出现 20 年来的首次下滑，而现在投资者对明年的销量下滑已有比较充分的预期。投资标的推荐顺序：造车新势力 > 传统车企，首选理想汽车 (LI US, 买入；2015 HK, 买入) 和吉利汽车 (175 HK, 买入)。

汽车行业 2023 年展望：销量下滑幅度或小于市场预期

购置税优惠退出，2023 年乘用车零售销量预测：同比下滑 6%

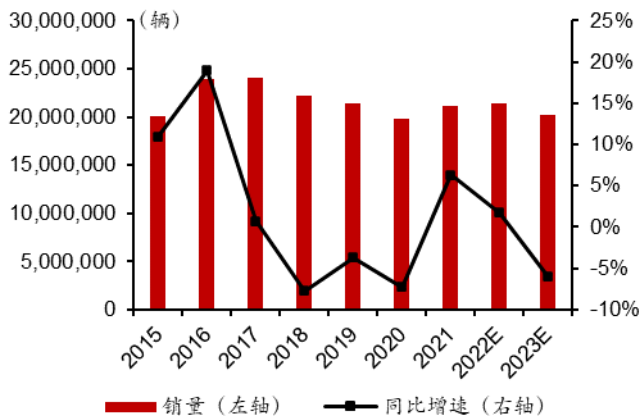
考虑到燃油车购置税减半的政策将于今年年底结束，我们预计明年中国乘用车零售销量将同比下滑 6% 至约 2,145 万台。我们估计购置税减半政策对今年零售销量的增量贡献约为 59 万台，占全年销量的 2.7%，可能弱于市场预期。如果剔除购置税减半对今年的增量贡献和对明年销量的透支，我们预计明年零售销量的同比下滑为 1%。

虽然我们在 8 月份就率先提示了价格战的风险，但我们对明年零售销量的降幅预测相比其他券商稍显乐观，主要因为今年低基数以及销量透支弱于预期：

(1) 低基数：上一轮购置税优惠于 2017 年底结束，2018 年的零售销量从 2017 年的历史高位（2,409 万台）下滑 7.8% 至 2,222 万台。而 2022 年我们预测的销量已经从 2017 年的高位下滑了 11%，如果 2023 年零售销量同比下滑 6%，其销量规模将与 2015 年和 2020 年的水平接近，而 2015 年是上一轮购置税的开始，2020 年则是疫情的第一年。

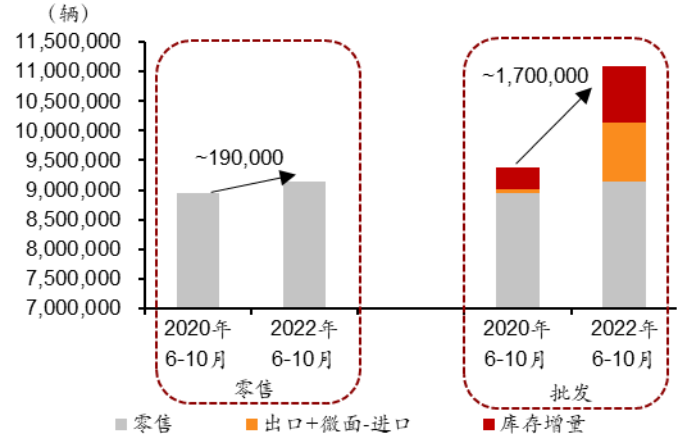
(2) 销量透支：一些投资者可能高估了今年购置税减半对销量的拉动作用。购置税减半政策推出后，今年 6-10 月份零售销量仅比 2020 年同期（同样为疫情后的恢复期，而 2021 年同期因为缺芯不具备太强的可比性）提升 2.1%；批发销量的增长幅度虽然高达 18.1%，主要是因为出口增长和库存增加。我们估计今年 6-10 月经销商库存累计增加约 96 万台。

图 238: 中国乘用车零售销量预测



资料来源：中汽中心，招银国际环球市场预测

图 239: 2022 年 6-10 月销量增长拆分



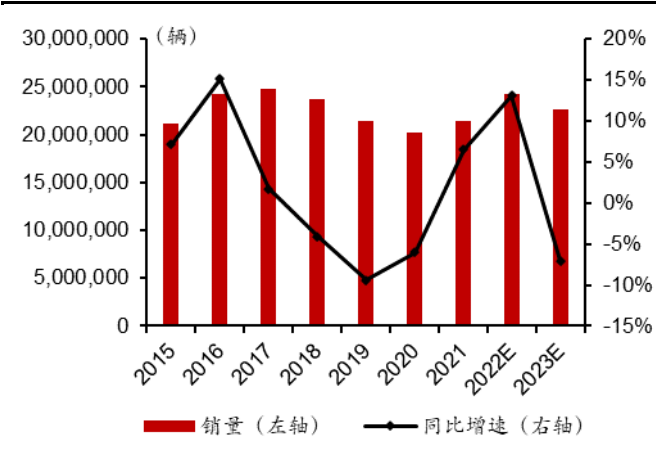
资料来源：中汽协，中汽中心，招银国际环球市场预测

出口激增，2023 年乘用车批发销量预测：同比下滑 7%

考虑到出口的增长以及库存的增加，我们预计明年乘用车批发销量将同比下滑 7% 至 2,429 万台。随着越来越多中国车企布局海外市场，我们预计明年中国乘用车出口将同比增长 13% 至 270 万台，其中新能源车出口有望增长 29% 至 70 万台。今年 1-10 月，我们估计经销商库存增加约 132 万台，达到历史新高。随着市场竞争加剧，明年汽车行业可能面临被动加库存，我们预计明年行业库存将增加 20 万台。

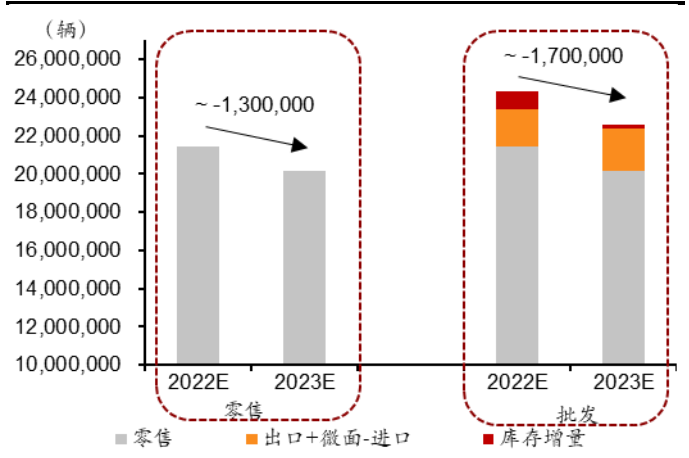
新能源车仍然是行业增长引擎。我们预计明年新能源乘用车批发销量同比增长 31%至 850 万台，而燃油车批发量将同比下滑 21%。

图 240: 中国乘用车批发销量预测



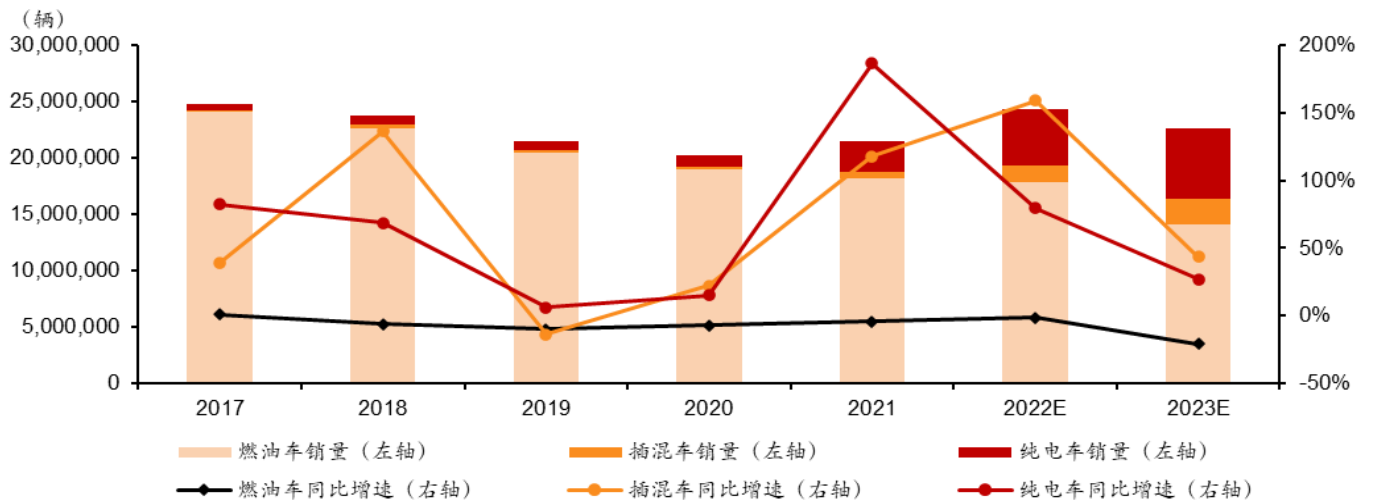
资料来源: 中汽协, 招银国际环球市场预测

图 241: 2023 年销量预测拆分



资料来源: 中汽协, 中汽中心, 招银国际环球市场预测

图 242: 中国乘用车批发销量和增速预测 (分动力类型)



资料来源: 中汽协, 招银国际环球市场预测

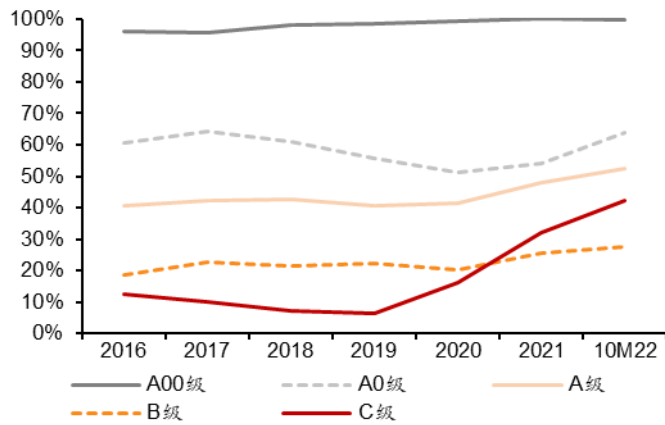
中国品牌市场份额或将首次超过 50%

受益于新能源车的销量增长，我们预计中国品牌的批发端市场份额有望连续 3 年增长，从 2021 年的 45.1%和 2022 年前十月份的 49.5%，提升至 2023 年的 54%，再创历史新高。如果剔除新能源车，中国品牌燃油车的市场份额有所下滑，从 2021 年的 39.3%降至今年前十月份的 38.1%。销量结构方面，得益于高端新能源车的热销，中国品牌的销售结构明显改善，大尺寸车和高端车型的销量占比明显提升。

展望明年，我们预计将有 154 款新车在中国市场投放，略多于今年的 150 款；其中新能源新车的占比也将从今年的 60%提升至 70%。明年自主品牌预计投放新车 94 款，合资品牌

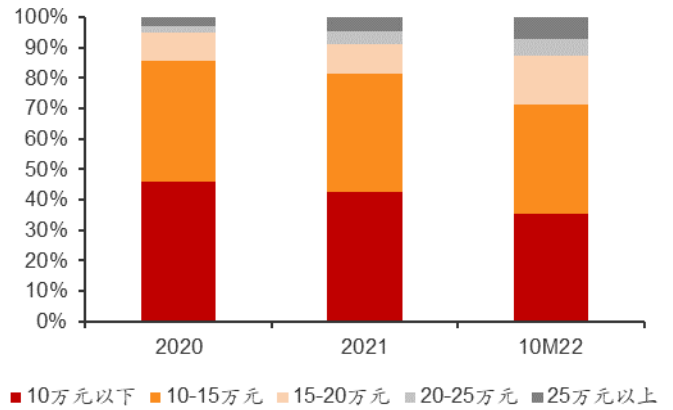
计划新车 60 款。值得一提的是，合资品牌明年除了新车数量创历史新高外，也将迎来一些重要车型的换代，包括奔驰 E 级、奔驰 GLC、宝马 X1、奥迪 A4、本田雅阁等。因此我们预计 2023 年外资品牌的燃油车批发销量同比下滑 19%，强于中国品牌燃油车 23% 的销量下滑。另一方面，虽然明年合资品牌的新能源新车在自身新车总量比重上升至历史新高，但也仅有 30 款（vs 中国品牌 80 款），且缺乏具有竞争力的车型。

图 243: 中国品牌批发销量市场份额（按车型尺寸）



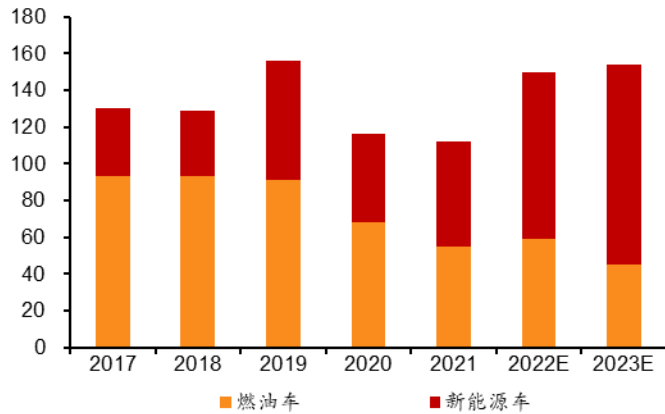
资料来源：中汽协，招银国际环球市场

图 244: 中国品牌批发销量拆分（按价格段）



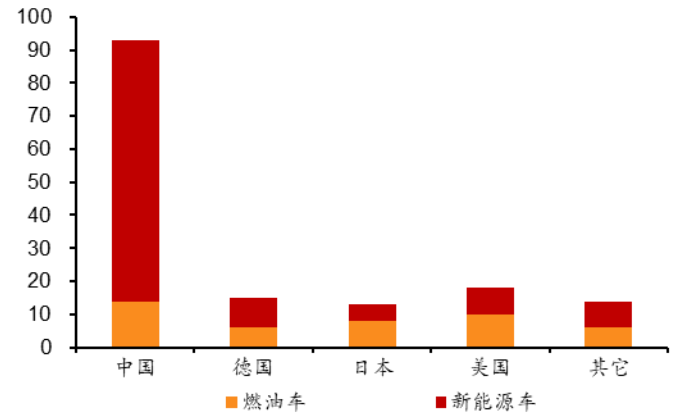
资料来源：乘联会，中汽中心，招银国际环球市场

图 245: 中国市场新车型投放数量（燃油车 vs 新能源车）



资料来源：中汽协，招银国际环球市场

图 246: 2023 年各国品牌在中国市场的新车计划



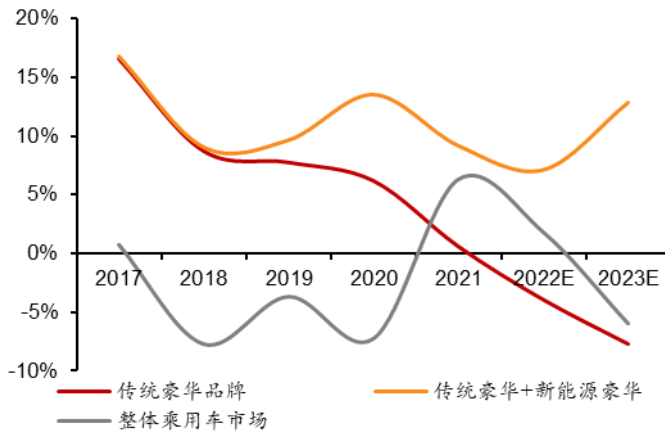
资料来源：公司数据，招银国际环球市场

高端新能源崛起，传统豪华车式微

随着高端新能源车份额日益提升，我们将豪华车板块分为传统豪华和新能源豪华两类，以更精确地展示竞争格局的变化。我们定义的新能源豪华品牌主要包含特斯拉、蔚来、理想、小鹏、极氪、问界、腾势、高合、沙龙、集度、仰望、阿维塔、岚图、智己和极星。考虑到超过 20% 的传统豪华车销量还是来自进口，而特斯拉（中国）的批发销量中有 1/3 是出口，不完全反映中国市场的需求，我们选用零售数据来反映豪华车市场需求的变化。

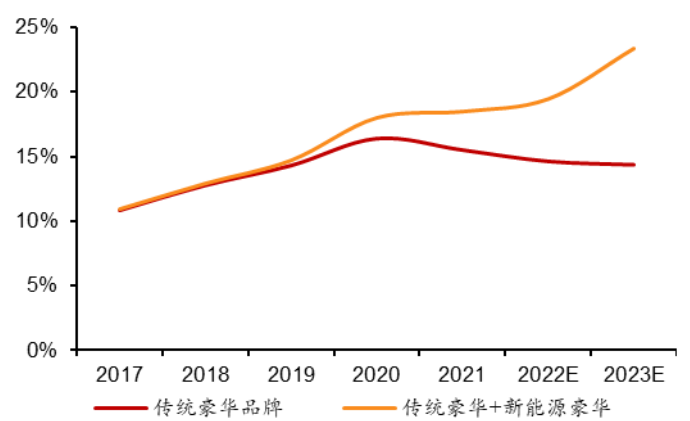
2021年以来，传统豪华车增速跑输整体乘用车市场，但整体豪华车板块（传统+新能源）持续跑赢，可见消费升级的逻辑仍然成立。展望2023年，我们预计整体豪华车零售量同比增长13%，大幅好于整体乘用车6%的下滑和传统豪华车8%的下滑。2023年，我们预计整体豪华车的市场份额将进一步扩大至23%，而传统豪华车的份额将降至14.4%；换言之，我们预计新能源豪华车销量将占到整体豪华车市场的40%。

图 247：零售销量增速预测（传统豪华品牌 vs 整体豪华品牌 vs 整体乘用车市场）



资料来源：中汽中心，招银国际环球市场预测

图 248：豪华品牌市场份额变化预测（传统豪华品牌 vs 整体豪华品牌）



资料来源：中汽中心，招银国际环球市场预测

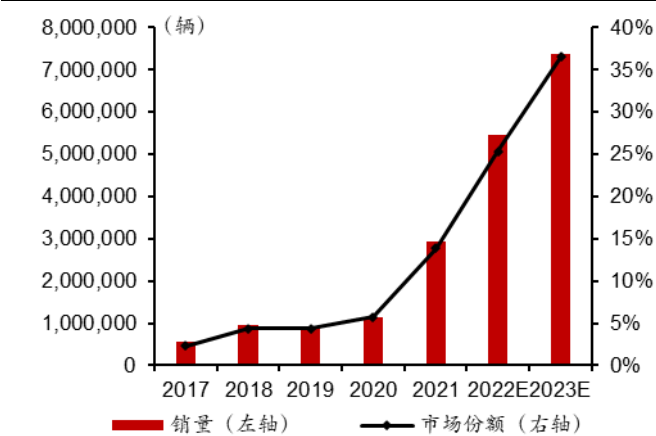
品牌分化的又一年

品牌间的销量增速差距通常会在总体市场下滑的时候显得更大，就像2018-19年的中国市场。我们预计不少品牌在2023年可能会出现最近十年销量的最低点，包括像大众、日产和别克等大品牌。我们认为像现代、起亚、标致、雪铁龙、斯柯达、马自达和三菱等品牌在2018-19年行业下滑的生存考验后已经很难再有翻身的机会，而2023年是第二轮的生存游戏，在这轮考验中的关键可能就是电动化，而通常车企需要一轮的产品周期来找到自身合适的产品，所以如果2023年再不加速电动化的进程，可能留给这些品牌的时间已经不多。

新能源车 2023 年展望：市场份额快速提升，中国品牌一枝独秀

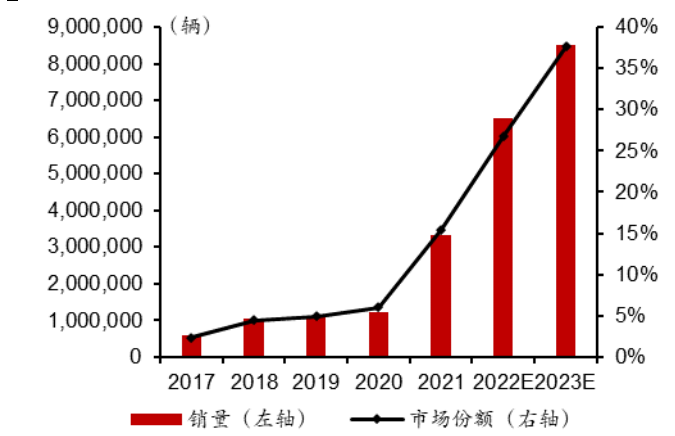
2023 年，我们预计中国市场新能源乘用车零售销量同比增长 38% 至 750 万台，市场份额从 2022 年的 25% 提升至 37%；批发销量有望同比增长 31% 至 850 万台，其中出口贡献 70 万台，库存增加 30 万台。

图 249: 中国新能源乘用车零售销量和市场份额



资料来源：中汽中心，招银国际环球市场预测

图 250: 中国新能源乘用车批发销量和市场份额



资料来源：中汽协，招银国际环球市场预测

2023 年电池供应增加，2024 年之前电池价格有望回落

虽然今年一些锂矿项目因为各种原因有所延迟，但是今年锂矿的供应仍然满足了超出市场预期的新能源销量增速。2023 年，我们认为锂矿和电池供应也不会成为新能源车销量的制约因素。

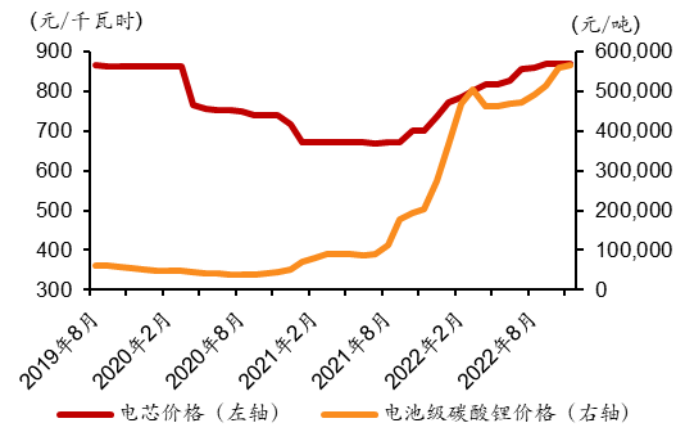
碳酸锂增量足以支撑明年新能源车的销量增长

我们预计全球新能源车销量将从 2022 年的 1,050 万台增长 28% 至 2023 年的 1,350 万台，中国市场仍然占据主导地位。我们估计明年全球 300 万台新能源车的增量对应约 180Gwh 的动力电池需求（假设单车平均带电量 60Kwh）。根据我们对盐湖、锂矿山和回收等数据的整理，也考虑发生在 2022 年的类似风险，我们保守预计明年碳酸锂产能增量将超过 15 万吨，可以满足至少 250Gwh 锂电池的需求。我们估计明年除新能源车以外的锂电池增量需求有限，碳酸锂的增量供给足以支撑明年全球新能源车的需求。

电池价格回落会成为新能源主机厂的正向催化剂

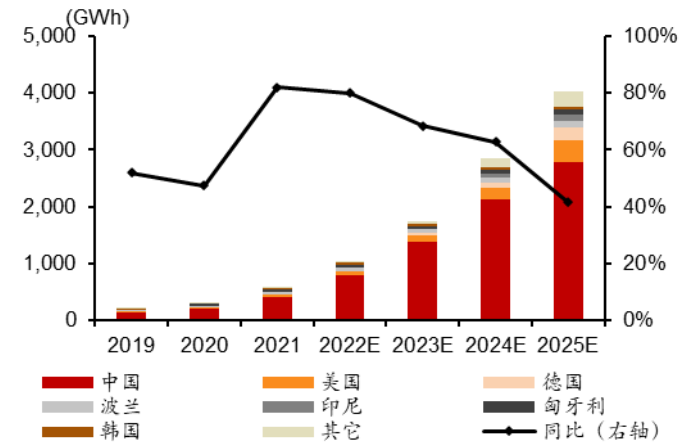
我们认为明年的电池供应情况将好于今年，所以电池价格有望在明年维持稳定甚至回调。另外，我们也整理了全球 17 家主要电池厂 2023-25 年的扩产计划，如果按照各家的进度扩产，动力电池总体产能将在 2023 年同比增长 69%，2024 年同比增长 63%，而我们预计全球新能源车销量增速 2023 年只有 28%，2024 年或继续放缓，低于电池产能的扩产速度。因此，我们估计电池产能可能在 2024 年或之前出现过剩，引发动力电池价格的回落。

图 251: 动力电池价格趋势



资料来源: 万得, 真锂研究, 招银国际环球市场

图 252: 电池厂全球扩产计划

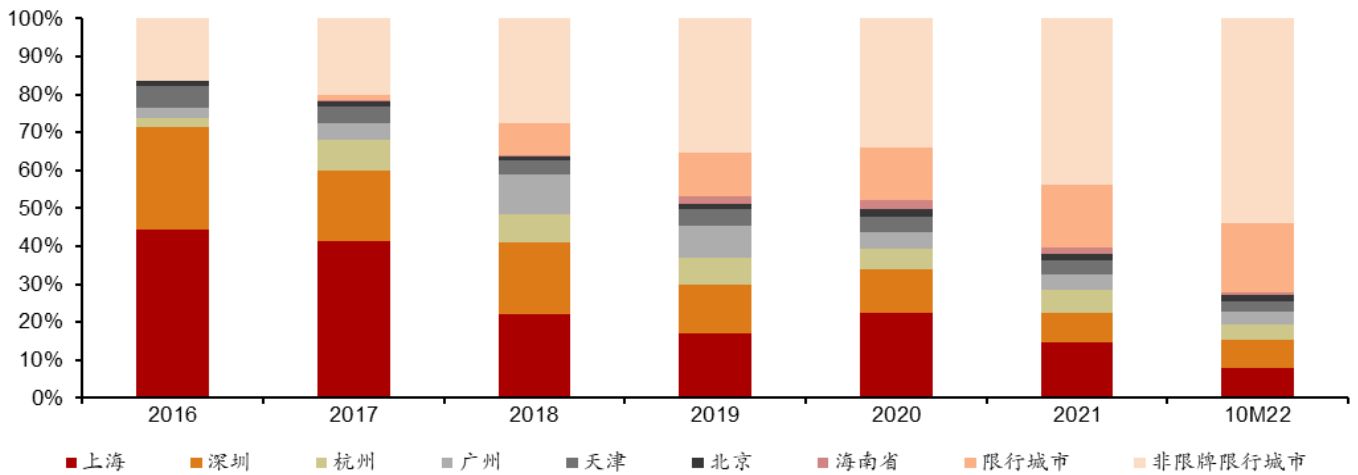


资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场预测

上海取消绿牌对 PHEV 的销量影响有限

2022 年前十个月, 中国市场 PHEV 零售销量同比增长 151%, 主要的增长动力来自于不限牌不限行的低线城市; 同期上海的 PHEV 零售销量占全国销量的 8%, 同比增长仅为 21%。进入 2023 年, 上海将取消 PHEV 绿牌, 我们预计上海的 PHEV 销量可能因此下滑 70%, 但对全国 PHEV 的销量影响仅为 3%。

图 253: 中国 PHEV 零售销量拆分 (按限牌、限行、非限牌非限行城市)



资料来源: 中汽中心, 招银国际环球市场

新能源车消费偏好: 大尺寸、高端车型

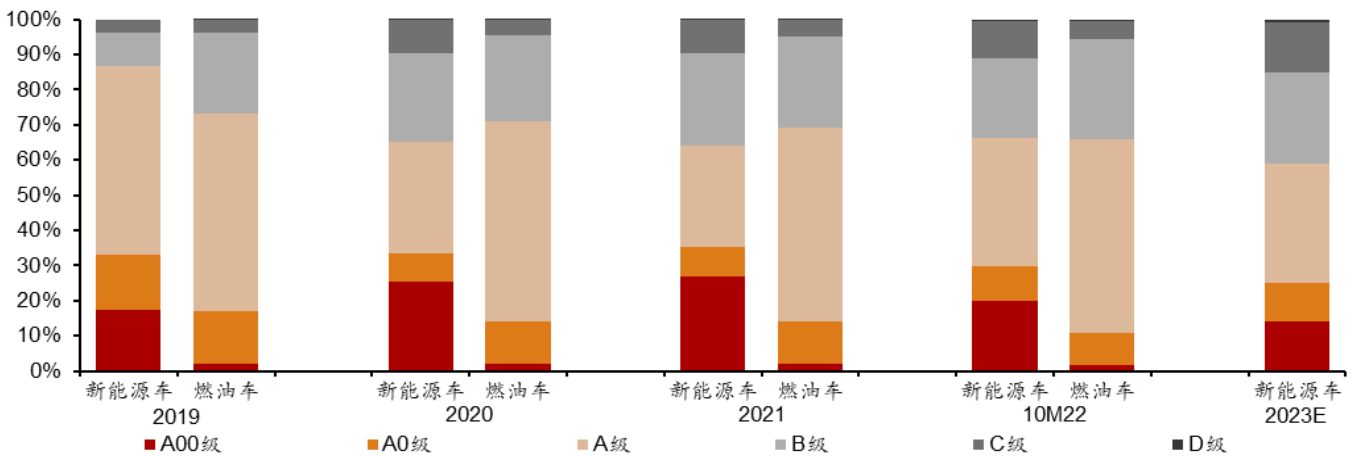
B 级车/C 级车的份额提升

过去几年, 我们认为消费者对新能源车型尺寸的偏好变化受到供给端几款爆款车的影响较大, 几个热销车型决定了市场结构, 例如五菱宏光 mini (A00 级)、特斯拉 Model 3 和 Model Y (B 级)、比亚迪秦和宋 (A 级)。随着越来越多新能源车型的推出, 我们认为新

能源车的销售结构会逐渐趋近于燃油车的销售结构，但还是会略微向两头倾斜，即高端车和小型车的占比会高于燃油车，因为目前新能源车主要满足的是家庭换购和增购的需求。

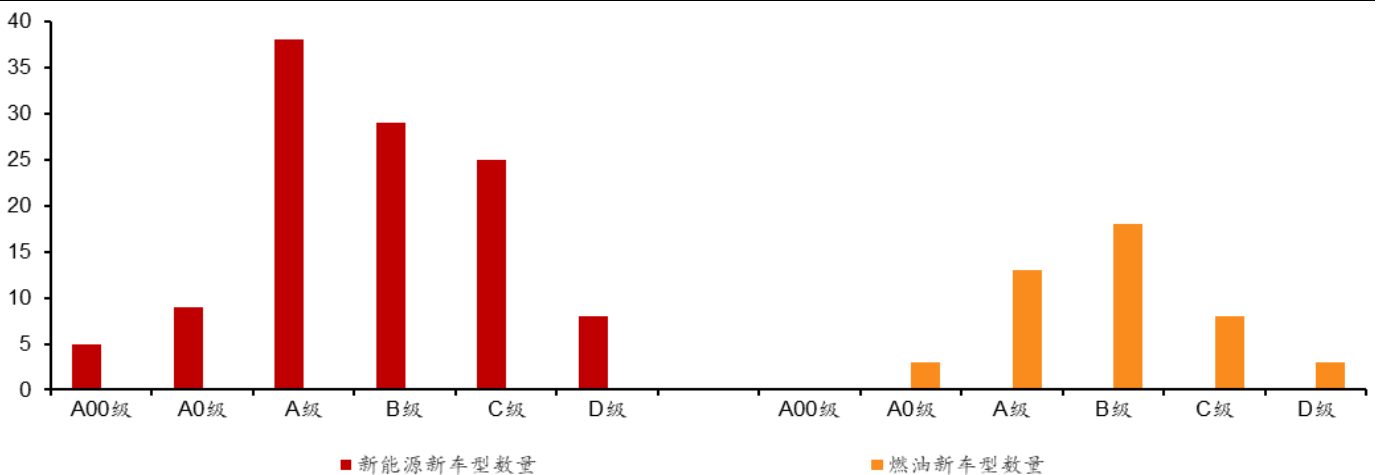
中国车企，包括比亚迪、广汽埃安、小鹏、长安深蓝和华为问界等，将在2023年推出更多高端新能源产品。根据我们整理的数据，明年市场有望迎来超过40个品牌的超过60款中型及以上的新能源新车，加上现有的中型或更大的在售车型，包括特斯拉Model 3和Model Y、比亚迪汉和唐、理想L9和L8/L7、蔚来ET7和ET5、以及长安深蓝03等供消费者选择，我们预计B级车和C级车在新能源批发量中的占比将从2022年的22%和11%分别提升至2023年的26%和14%。

图 254: 新能源乘用车批发销量拆分 (按车型尺寸)



资料来源：中汽协，招银国际环球市场

图 255: 2023 年新车计划拆分 (按车型尺寸)



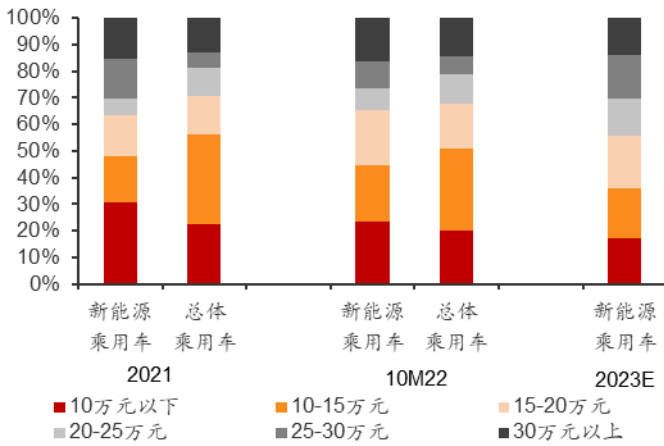
资料来源：公司数据，招银国际环球市场预测

20-30 万价格段的份额提升

尽管 A 级新能源车的占比在 2022 年大幅提升，我们估算新能源车的平均零售价格还是由 2021 年的 17.2 万元人民币提升至 2022 年前十个月的 18.2 万元人民币。我们预计 20-30 万元价格区间的新能源车占总新能源车批发量的比例将从今年前十个月的 19% 提升至 2023 年

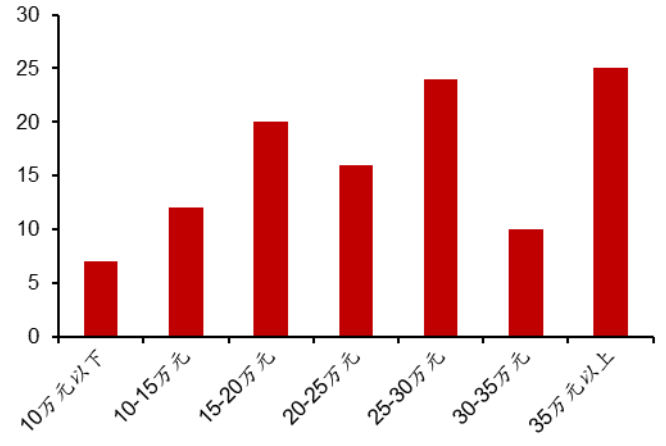
的30%，主要因为：（1）零售价格下调：今年10月底，特斯拉下调了Model 3和Model Y在中国的售价，我们预计Model Y的主要售价区间将在2023年降至25-30万元。随着竞争的加剧，越来越多的车企可能跟随降价；（2）更多新车型：我们估计4Q22-2023年，将有40款定价20-30万的新能源新车推出市场，包括极氪的全新紧凑型SUV、欧拉闪电猫、小鹏的B级SUV、埃安的B级轿车和SUV、理想的全新纯电动车以及比亚迪的C级轿车等。

图 256: 新能源车批发销量拆分 (按价格段)



资料来源：中汽协，招银国际环球市场预测

图 257: 2023 年新能源新车计划 (按价格段)



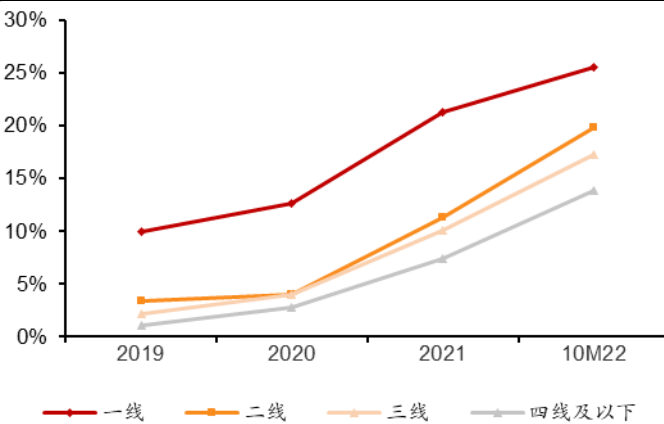
资料来源：公司数据，招银国际环球市场预测

新能源车增长引擎：1-2线城市豪华车，3-4线城市 PHEV

二线城市是今年新能源车销售的主要增量来源，其纯电动车的渗透率从2021年的11%提升至今年前十个月的20%。随着越来越多的中国车企推出高端新能源车，我们预计明年1-2线城市的纯电动车市场份额增速会超过低线城市。

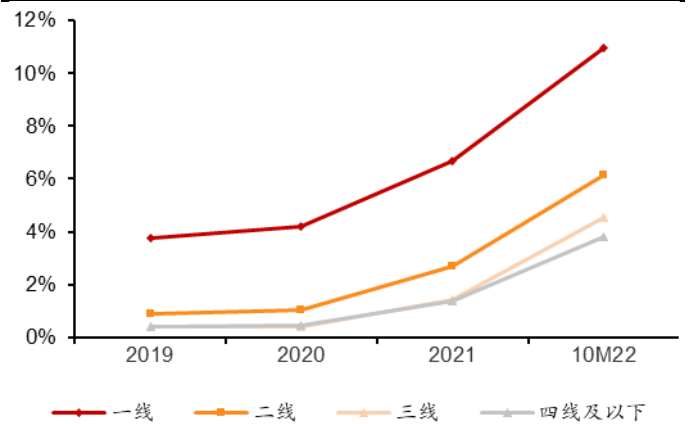
不同于纯电动车市场，今年PHEV市场份额提升最多的是一线城市，其市场份额从2021年7%提升至今年前十个月的11%，而四线及更低线的城市PHEV的市场份额仅提升3个百分点至4%。比亚迪的PHEV在各线城市的市场份额都超过50%。随着越来越多车企推出高性价比的PHEV，我们预计2023年低线城市的PHEV增速会超过高线城市。

图 258: 纯电动车零售市场份额 (分城市级别)



资料来源：中汽中心，招银国际环球市场

图 259: PHEV 零售市场份额 (分城市级别)



资料来源：中汽中心，招银国际环球市场

2023 投资策略：Beta 为王，区间交易

2023 年可能是 2018 年的重演，但情况更为复杂

今年以来，九家上市的整车厂中仅有长安大幅跑赢可比指数，可见在宏观经济下行、刺激政策预期退出的情况下，汽车行业整体承压。

我们认为 2023 年可能会类似 2018 年，都是购置税优惠结束后的第一年，行业面临销量下滑的压力。不同的是，在 2018 年初，投资者还憧憬行业销量保持增长，但对 2023 年，销量下行已经成为市场共识。这种情况下，整车厂可能会弱化盈利而追求销量，这也让我们的销量预测变得更加困难。

我们认为竞争格局会在 2023 年底变得更加明朗，届时投资者对哪些主机厂可能被淘汰会有更清晰的判断。参考 2018 年的情况，我们认为波段交易是适用于 2023 年的投资策略，抓住行业 Beta 的变化可能比个股选择更为重要。直到有车企可以逐渐从激烈的市场竞争中脱颖而出，长线投资才会变得更具可持续性。

电池降价、刺激政策可能成为 2023 年的正面催化剂

随着电动化成为行业趋势，投资者不仅关心销量、库存和折扣数据，电池价格也已成为影响行业利润的重要因素，我们预计电池供应将在 2024 年前开始过剩，带动电池价格回落，这会成为汽车行业的正向催化剂。同时，汽车作为中国经济的一大支柱产业，我们不排除中国政府在 2023 年市场低迷的情况下继续推出刺激政策，可能成为汽车行业的另一个催化剂。

回顾 2018-19 年，面对中国乘用车的销量下滑，投资者更加偏爱汽车零部件和经销商，因为零部件企业的业绩确定性更强而经销商受益于豪华车的逆势增长。但 2023 年的情况会比 2018 年更加复杂：传统豪华品牌仍然缺少具有竞争力的电动车产品，我们认为目前经销商的长期逻辑并不清晰。而零部件（包括电池厂）和整车厂的估值差相比 2018 年已经大幅拉大，说明容易判断的趋势性受益已在零部件企业的股价中反映。

推荐标的：理想汽车、吉利汽车

我们在一众经销商中仍然最看好美东汽车（1268 HK，买入），因为公司卓越的管理能力以及保时捷品牌的防御性。

整车厂中，我们看好造车新势力在电动化时代的竞争力。造车新势力中，从目前的牌面看理想汽车最可能成为长期赢家。理想目前仅有两款产品在售，但今年的总销量很可能超过蔚来（NIO US，买入）和小鹏汽车（XPEV US，买入；9868 HK，买入）。展望明年，我们预计理想将最少推出两款新车，并有望在中国的造车新势力中率先实现全年盈利。明年理想将首次推出纯电动车产品，或将成为市场关注的焦点。

传统车企中，我们首推吉利汽车。我们认为极氪品牌的发展已经逐渐步入正轨，我们预计极氪明年的销量翻番。此外，在吸取星越 L 和帝豪 L 两款雷神动力的 PHEV 经验教训后，吉利 1H23 的 2 款全新 PHEV 产品有望更加成功。我们认为目前比亚迪在中国 PHEV 市场占据 2/3 的市场份额长期来看不可持续，而吉利有望成为抢夺其市场份额的主力车企之一。

图 260: 同业估值对比

公司	代码	评级	目标价 (LC)	上行/ 下行空间	市值 (百万美元)	P/E (x)		P/S (x)		ROE (%)	
						FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E
造车新势力											
小鹏汽车	XPEV US	买入	20.00	94.0%	8,887	N/A	N/A	2.3	1.3	(22.5)	(18.9)
小鹏汽车-W	9868 HK	买入	77.65	87.8%	9,169	N/A	N/A	2.4	1.3	(22.5)	(18.9)
蔚来	NIO US	买入	25.00	103.1%	20,832	N/A	N/A	2.8	1.7	(39.9)	(49.8)
蔚来-SW	9866 HK	未评级	N/A	N/A	21,485	N/A	N/A	2.9	1.7	(39.9)	(49.8)
理想汽车	LI US	买入	48.00	136.0%	21,200	N/A	150.4	3.0	1.6	(1.2)	2.3
理想汽车-W	2015 HK	买入	186.37	128.7%	21,853	N/A	155.0	3.1	1.7	(1.2)	2.3
特斯拉	TSLA US	未评级	N/A	N/A	508,240	36.3	26.1	6.1	4.4	34.0	32.5
					平均	36.3	110.5	3.2	2.0	(13.3)	(14.3)
传统车企											
吉利汽车	175 HK	买入	16.50	35.5%	15,756	23.3	19.7	0.8	0.7	7.1	7.6
长城汽车	2333 HK	买入	10.00	10.0%	12,158	8.2	10.5	0.6	0.5	15.5	10.6
长城汽车	601633 CH	买入	40.00	29.0%	40,709	27.4	35.3	1.9	1.8	15.5	10.6
广汽集团	2238 HK	买入	8.00	46.8%	7,336	5.3	5.6	0.5	0.4	10.1	8.8
广汽集团	601238 CH	买入	16.70	41.5%	17,703	12.9	13.6	1.1	1.0	10.1	8.8
比亚迪股份	1211 HK	持有	218.00	3.6%	78,786	39.1	33.0	1.4	1.1	13.8	14.3
比亚迪	002594 CH	持有	248.00	-8.1%	112,612	55.9	47.2	2.0	1.6	13.8	14.3
					平均	24.8	24.2	1.3	1.1	13.1	11.2
公司	代码	评级	目标价 (LC)	上行/ 下行空间	市值 (百万港元)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
						FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E
汽车经销商											
美东汽车	1268 HK	买入	23.00	40.4%	20,910	14.3	8.7	3.9	2.8	29.9	37.6
中升控股	881 HK	未评级	N/A	N/A	97,990	10.4	8.5	1.9	1.6	19.2	19.1
永达汽车	3669 HK	未评级	N/A	N/A	11,012	5.3	4.3	0.7	0.6	12.9	14.6
					平均	10.0	7.2	2.1	1.7	20.7	23.7
汽车座椅											
亿和控股	838 HK	买入	3.00	152.1%	2,072	8.1	4.0	0.7	0.6	8.8	16.0
佛吉亚	EO FP	未评级	N/A	N/A	22,903	17.8	5.3	0.5	0.6	3.2	10.4
继峰股份	603997 CH	未评级	N/A	N/A	17,129	135.3	28.5	3.4	3.2	2.4	13.3
					平均	53.7	12.6	1.5	1.4	4.8	13.2

资料来源: 彭博, 公司数据, 招银国际环球市场预测; 数据截至 2022 年 12 月 13 日

中国保险板块

优于大市

分析师：陈喆，CFA – gigichen@cmbi.com.hk

🌿 养老储蓄需求驱动寿险负债端修复

优质寿险企业有望实现新业务增速回暖

寿险：预计 2023 年负债端表现分化，优质险企新业务增速回暖

经过 2022 年资本市场波动加剧、基金及理财产品回报率下滑等事件，我们认为个人投资者的风险偏好将会下降，对有保证收益率的储蓄保险产品需求将会增加。这有助于寿险行业负债端的边际修复和逐渐回暖。个人养老金制度的加速落地也会有助于寿险储蓄类产品的销售增长。我们注意到从 2022 年下半年开始寿险企业表现出分化趋势，我们预计进入 2023 年后上市寿险公司负债端的表现会持续分化，太保等深耕渠道改革、主动提升代理人团队质量的头部险企将会率先看到新业务价值增速回暖。

寿险：监管逐步推进代理人体制改革，有利于优质险企

监管方面，近期银保监会和中保协分别下发关于寿险代理人体制改革的文件，计划用 3-5 年时间逐步实现代理人分级管理制度。我们认为，考虑到目前寿险行业整体代理人数量仍然处于下行通道，监管对代理人分级管理制度的推进初期会以鼓励引导为主。代理人分级管理制度的推进将会有利于太保、友邦等注重长期价值的优质寿险企业，因其代理人能力等级更高、将获得销售更多样产品的资质，同时其现有代理人基本法更靠近新监管政策的要求，受到的冲击将会较小。

产险：准备金计提充足，承保利润率平稳

2022 年是产险复苏的一年，随着车险增速修复、疫情期间低出险率以及巨灾损失的同比下降，头部产险企业的综合成本率和承保利润增速都有所改善。同时，在未决赔款准备金的计提方面，人保等头部险企采取了审慎的态度，准备金充足率有所提升。进入 2023 年，我们预计车险保费会随着车辆保有量的提升而保持稳定增速，但另一方面，如果疫情管控得到放松，行业出险率可能会出现一定程度的同比升高。对此，我们认为人保等前期准备金计提充足的头部险企有空间维持承保利润率的稳定。

资产端地产风险缓释，新会计准则影响可控

近期监管出台系列政策支持房企融资，我们预期地产风险的缓释将会带动险企资产端边际修复，利于险企估值修复。另一方面，2023 年 1 月 1 日开始上市险企将实行 IFRS17 和 IFRS9 新会计准则。新准则的实施可能会增加利润表内的投资收益波动，但对险企的经营和投资策略影响有限。同时，根据我们的测算，2023 年 750 天十年期国债平均收益率降幅较 2022 年进一步收窄，准备金计提压力同比减小，对寿险企业的盈利将会形成一定正面支撑。

重要图表

图 261: 各公司新单保准保费同比变化 1Q22-3Q22

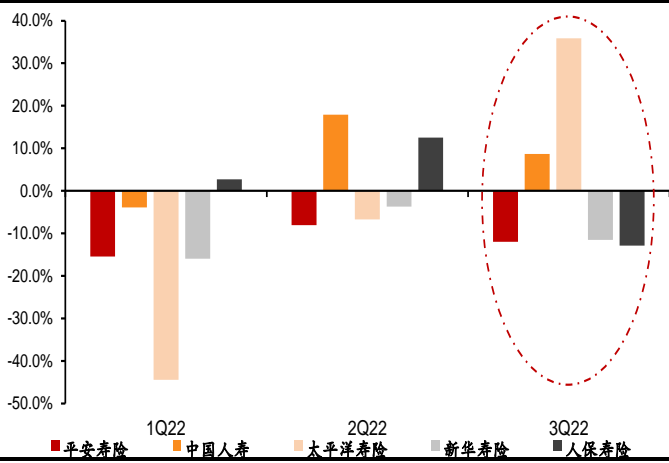


图 262: 各寿险公司代理人人数变化 (1H20-1H22)

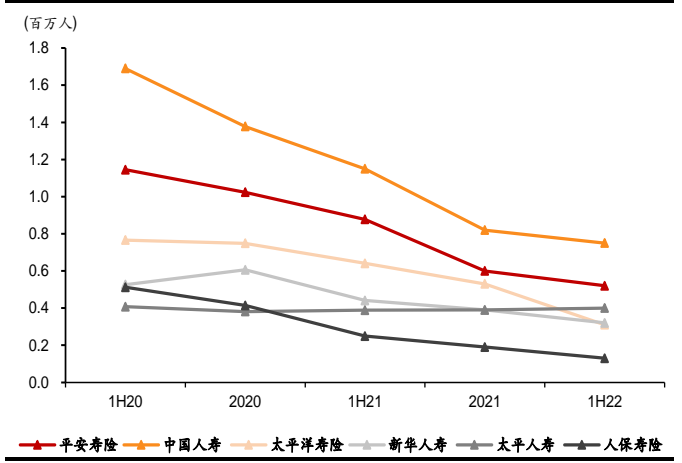


图 263: 行业各公司投资收益率 2020-9M22

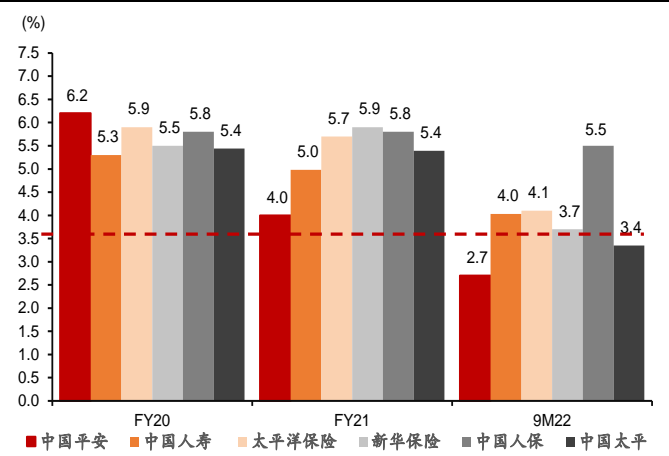
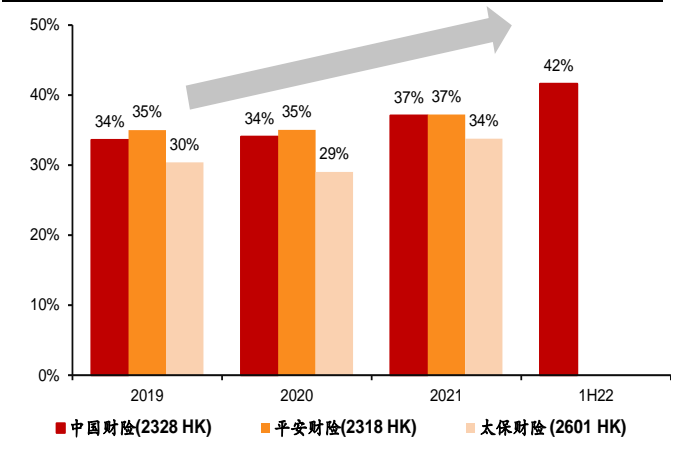


图 264: 三大财险公司未决赔款准备金/净赚保费 (%)



*中国人保和中国太平数据为 FY20、FY21、1H22; 平安已实行 IFRS9

图 265: 中国十年期国债收益率及 750 日平均收益率变化

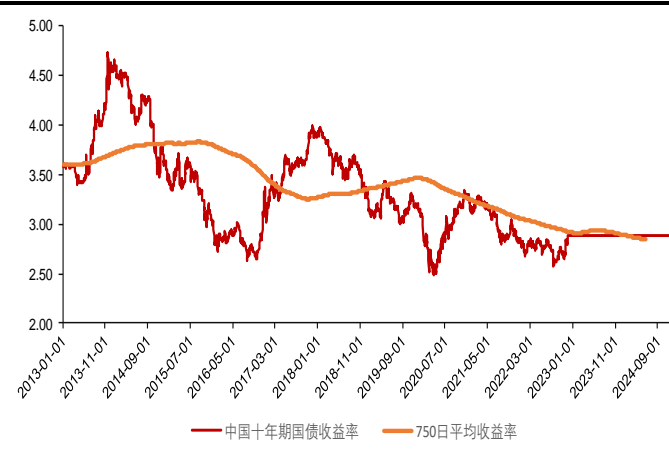
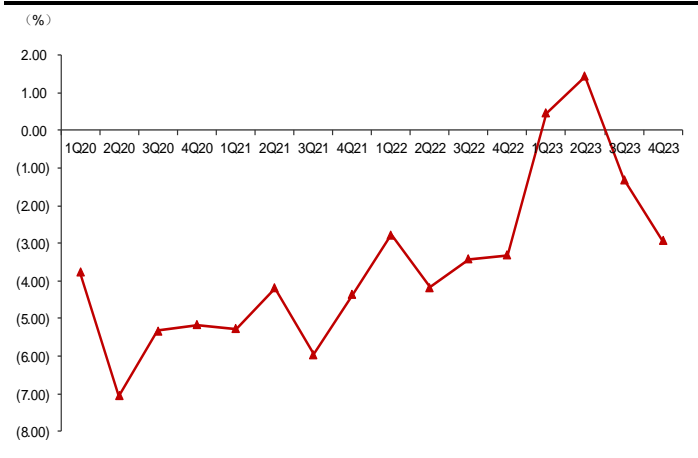


图 266: 1Q20-4Q23 各季度 750 日平均国债收益率变化



寿险：预计 2023 年负债端表现分化，优质险企新业务增速回暖

养老储蓄需求助推 2023 开门红回暖

经过 2022 年资本市场波动加剧、基金及理财产品回报率下滑等事件，我们认为个人投资者的风险偏好将会下降，对有保证收益率的储蓄保险产品需求将会增加。保险投资在居民家庭财富配置当中的占比有望提升，这会有助于寿险行业负债端的边际修复和逐渐回暖。同时，第三支柱个人养老金制度的加速落地也会提高居民对养老储蓄的认知和需求，有助于寿险储蓄类产品的销售增长。

图 267: 在售公募净值型理财产品平均年化收益率

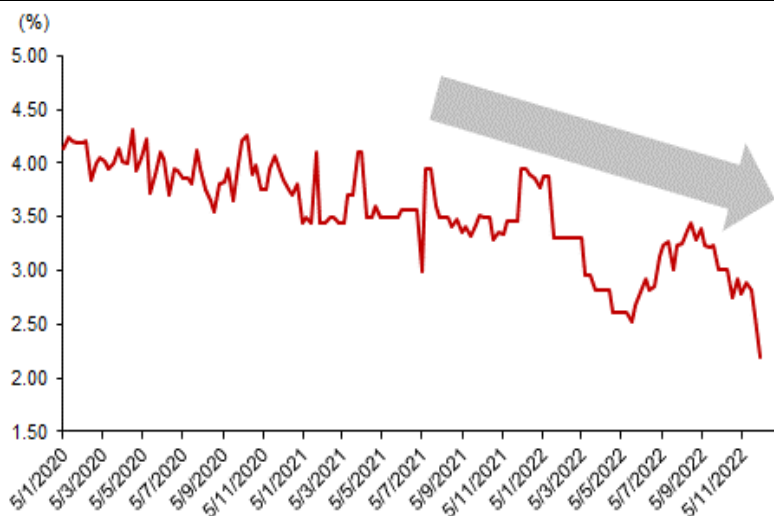


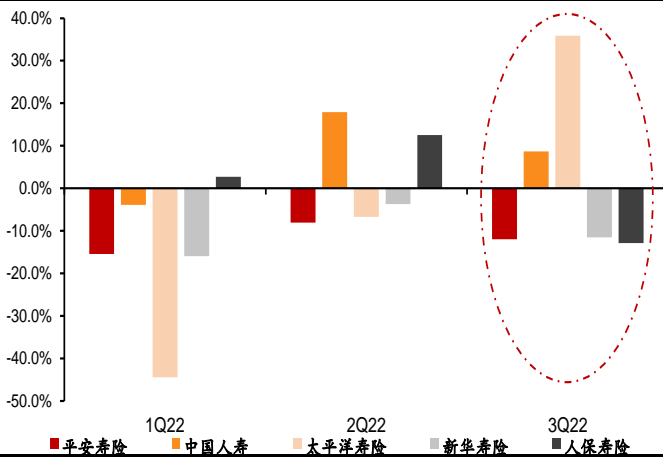
图 268: 个人养老险政策文件

发布时期	发布机构	相关文件	内容
21/4/2022	国务院	《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》	自愿参加，自行缴费的个人账户制； 每人每年不超过 12,000 元的缴费，可以按月、分次或者按年度缴费。
4/11/2022	人社部、财政部、 国税总局、银保监会、 证监会	《个人养老金实施办法》	自主购买包括储蓄存款、理财产品、商业养老保险、公募基金等计划。 个人达到领取条件时，可以按月、分次或者一次性领取。
4/11/2022	财政部、国税总局	《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》（2022 年 1 月 1 日开始实行）	缴费：按照每人每年不超过 12,000 元的限额标准，在综合所得或经营所得中扣除； 投资：计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税； 领取：不并入综合所得，单独按照 3% 的税率计算缴纳个人所得税。
4/11/2022	证监会	《个人养老金投资公募基金证券投资基金业务管理暂行规定》	发布首批个人养老金投资基金产品和销售机构名录，包含 40 家基金管理人的 129 只养老目标基金以及 37 家基金销售机构。
18/11/2022	银保监会	《关于印发商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法的通知》	公布首批开办个人养老金业务的商业银行和理财公司名单，包括 6 家大型银行、12 家股份制银行、5 家城市商业银行和 11 家理财公司。
22/11/2022	银保监会	《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》	产品条件：保险期间不短于 5 年的两全险和年金产品，和银保监会认定的其他产品。 险企条件：净资产不低于 50 亿元，核心/综合偿付能力充足率不低于 75%/150%，一年内风险综合评级不低于 B 类。

资料来源：招银国际环球市场

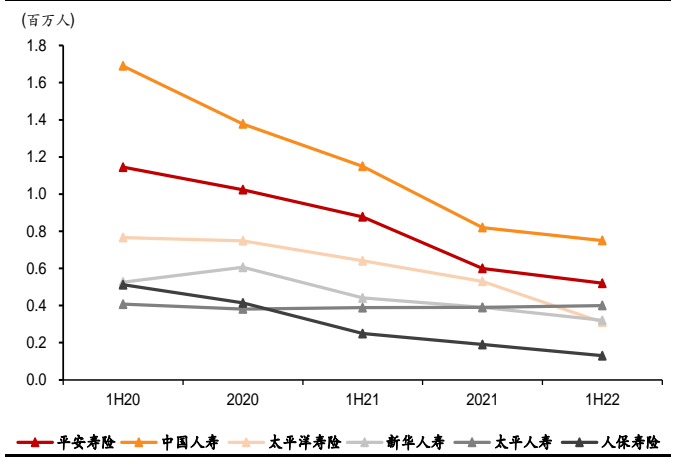
从寿险企业的季报披露中，我们注意到从 2022 年下半年开始寿险企业表现出分化趋势。2022 年三季度，太保和国寿的新业务标准保费同比实现了正增长，尤其太保寿险的新业务价值增速也反转达到了 2.5% 同比正增长；另一方面，行业大多数险企仍然面临新业务萎缩和代理人持续脱落的压力。我们预计进入 2023 年后上市寿险公司负债端的表现会持续分化，太保等深耕渠道改革、主动提升代理人团队质量的头部险企将会率先看到新业务价值增速回暖。

图 269: 各公司新单保准保费同比变化 1Q22-3Q22



资料来源: 公司及招银国际环球市场

图 270: 各寿险公司代理人人数变化 (1H20-1H22)



资料来源: 公司及招银国际环球市场

图 271: 保险公司 2023 年开门红产品及预售开始时间

公司	产品类型	产品简称	交费方式	保障期限	最新结算利率	最低保证利率	上市日期
中国人寿	两全险	鑫享未来	3 年	8 年	4.80%	2.50%	2022 年 10 月
	养老年金险	鑫瑞年年	趸交、3 年	17 年			
	年金险	鑫瑞稳赢	3/5/8/10 年	15 年			
	年金险	鑫耀宏图	3 年	8 年	4.6% - 5.0%	2.50%	
平安人寿	年金险	御享财富	3/5 年	8 年			2022 年 11 月
	养老年金险	御享财富	趸交/3/5 年	10/15 年	4.7% - 4.9%		
	终身寿险	盛世金越 (尊享版)	3/5/10/15/20 年	终身		3.50%	
人保寿险	两全险	卓越鑫生	3/5 年	7 年	4.85%	2.85%	2022 年 11 月
太平洋寿险	两全险	爱享金生		20/30 年			2022 年 11 月
	终身寿险	长相伴盛世版终身寿					
新华人寿	年金险	惠金享	趸交、3/5 年	8/10/15 年	4.55%	2.50%	2022 年 11 月
	终身寿险	鑫荣耀	趸交、3/5/10/15/20 年	终身		3.50%	
友邦中国	年金险	充裕人生 A/B 款	A 款: 3 年; B 款: 6/10 年	20/25 年	4.50%	2.00%	2022 年 11 月
	重疾险	如意悠享	10/19 年	终身			

资料来源: 公司及招银国际环球市场

代理人分级管理体制利好优质险企

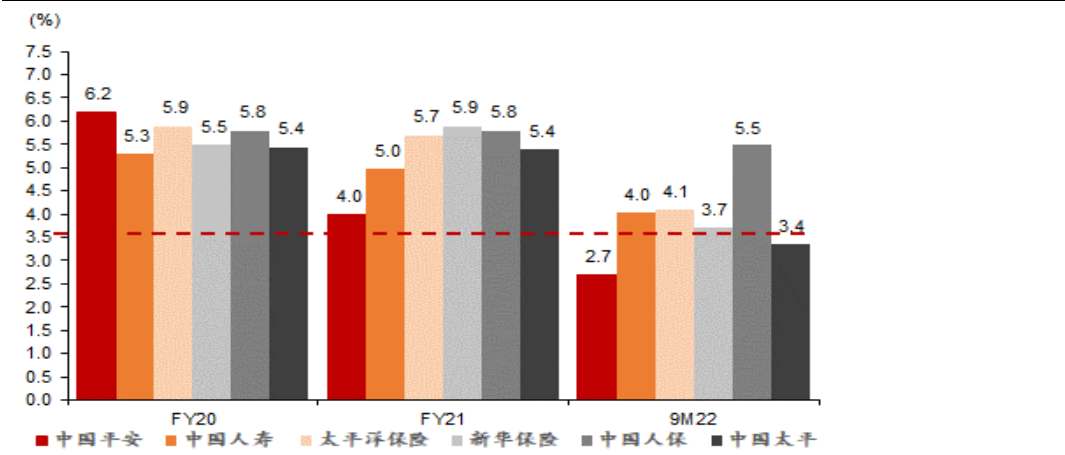
11 月 3 日, 银保监会下发了《关于进一步推动完善人身保险行业个人营销体制的意见 (征求意见稿)》, 稍早中国保险业协会则发布了《保险销售从业人员销售能力资质分级体系建设规划》。这两份最新的文件显示, 监管计划用 3-5 年时间推动寿险营销体制改革, 逐步实现代理人分级管理制度。我们认为, 考虑到目前寿险行业整体代理人人数仍然处于下行通道, 监管对代理人分级管理制度的推进初期会以鼓励引导为主。代理人分级管理制度的推进将会有利于太保、友邦等注重长期价值的优质寿险企业, 因其代理人能力等级更高、将获得销售更多样产品的资质, 同时其现有代理人基本法更靠近新监管政策的要求, 受到的冲击将会较小。

资产端风险可控、边际修复

2022年四季度监管出台系列政策支持房企融资，有助于释放险企资产端的地产风险，利于险企估值修复。自2021年下半年以来，资本市场的波动和地产股债价格下跌，拖累了险企的投资收益和市场估值，因此，我们预期地产风险的缓释将会带动险企资产端边际修复。

利率风险方面，目前寿险产品的保证利率不超过3.5%，头部险企的新产品平均保证利率接近3%，远低于险资的历史平均投资收益率，因此我们预计中短期内监管进一步压降产品保证利率的可能性很低。

图 272: 保险公司投资收益率



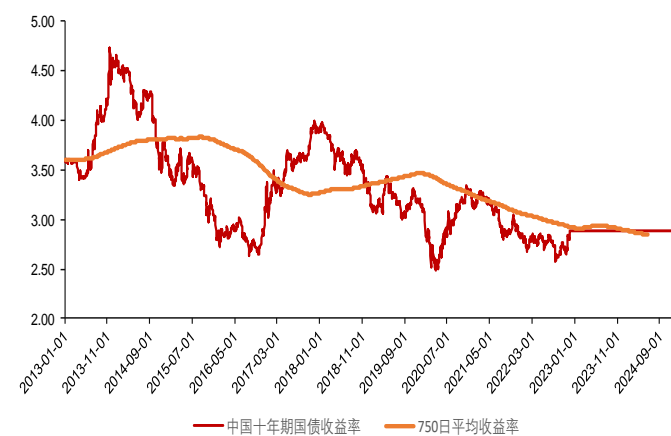
资料来源：公司及招银国际环球市场

*中国人保和中国太平数据为 FY20、FY21、1H22；平安已实行 IFRS9

750 日国债利率降幅收窄，对利润形成正面支撑

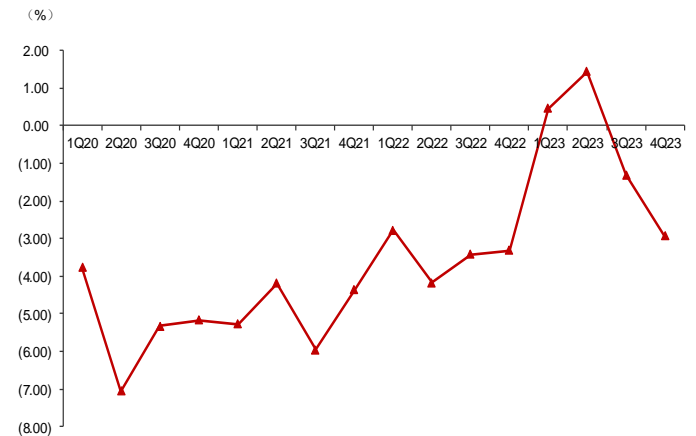
我们计算了 2023-2024 年 750 日平均 10 年期国债利率（也就是寿险准备金折现率的基准利率）变化曲线，如下图所示。我们可以看到，2023 年 750 日国债利率维持下行趋势较 2021-2022 年明显收窄，甚至出现阶段性上行。我们预计 2023 年 750 日平均国债利率降幅将在 2bps，大幅小于 2022 年的 14bps，相对应的，2023 年寿险公司增提准备金的压力将同比减少，对盈利可以起到一定的支撑作用。

图 273: 中国十年期国债收益率及 750 日平均收益率变化



资料来源：公司及招银国际环球市场预测

图 274: 1Q20-4Q23 各季度 750 日平均国债收益率变化

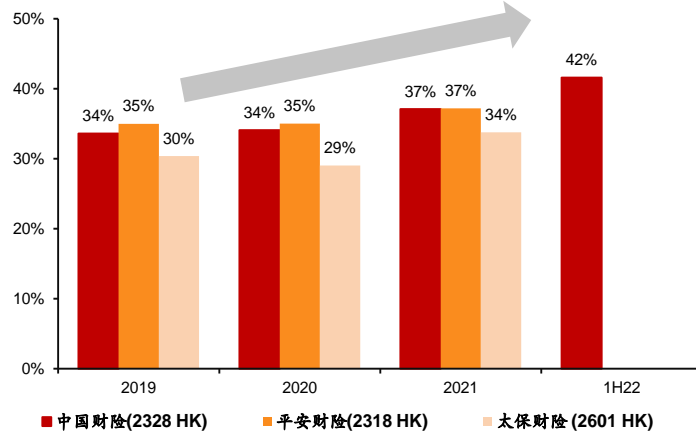


资料来源：公司及招银国际环球市场预测

产险：准备金计提充足，预计头部险企承保利润率保持平稳

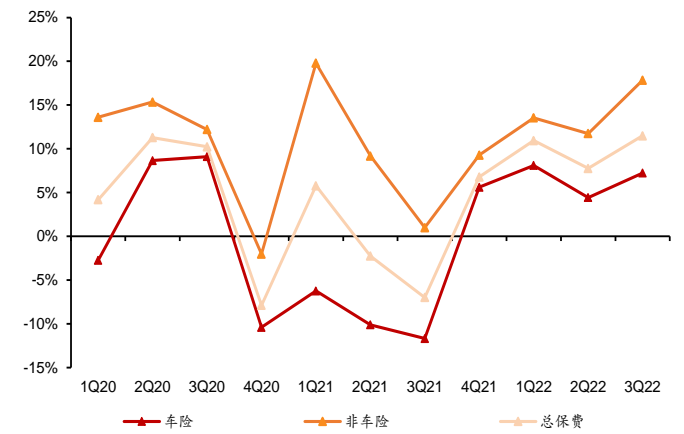
2022年是产险复苏的一年，随着车险增速修复、疫情期间低出险率以及巨灾损失的同比下降，头部产险企业的综合成本率和承保利润增速都有所改善。同时，在未决赔款准备金的计提方面，人保等头部险企采取了审慎的态度，准备金充足率有所提升。进入2023年，我们预计车险保费会随着车辆保有量的提升而保持稳定增速，但另一方面，如果疫情管控得到放松，行业出险率可能会出现一定程度的同比升高。对此，我们认为人保等前期准备金计提充足的头部险企有空间维持承保利润率的稳定。

图 275: 产险公司未决赔付准备金充足水平



资料来源：公司及招银国际环球市场

图 276: 产险保费收入增速

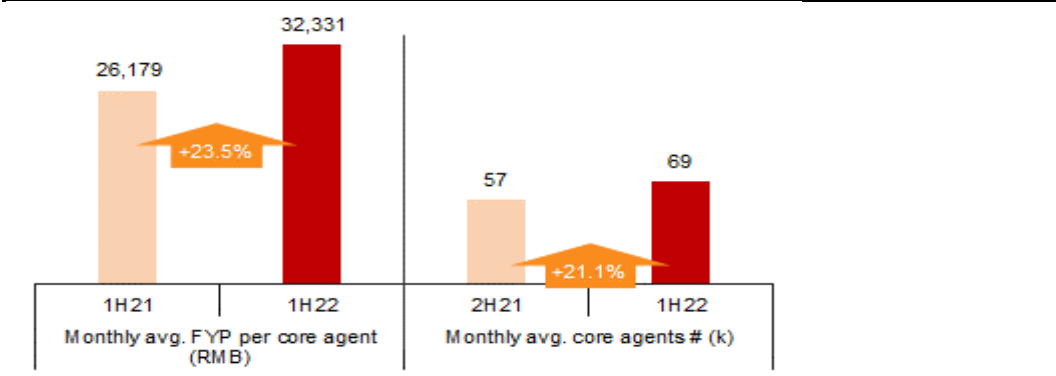


资料来源：公司及招银国际环球市场

投资推荐：太保集团（2601 HK）

展望2023年，我们预计寿险行业将出现分化表现，优质寿险公司将先于同业实现负债端的复苏。太保集团（2601 HK）的寿险业务受益于代理人升级转型的成效以及低基数效应，2022年三季度开始新业务价值同比增长开始转正，考虑到三季度末其核心代理人数量与年初相比略有回升，我们预计新业务价值的同比正增长会持续到四季度和2023年开门红。同时，集团的财险业务2022年承保利润显著改善，我们预计明年其财险保费增速和综合成本率将保持稳健。太保集团（2601 HK）当前估值P/EV FY23E在0.3倍，我们预计负债端回暖和资产端压力释放将助推其估值修复。

图 277: 太保核心代理人人数变化



资料来源：公司及招银国际环球市场

估值

图 278: 同业估值对比

公司	代码	评级	目标价 (LC)	收市价 (LC)	上行/下行空间	P/B (x)		Div. Yields (%)		P/E	
						FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E
中国平安 (H)	2318 HK	买入	75.55	52.95	43%	0.9 x	0.9 x	5.0%	6.4%	8.0 x	6.2 x
中国人寿 (H)	2628 HK	买入	17.81	12.60	41%	0.6 x	0.6 x	5.4%	6.0%	6.8 x	6.1 x
中国太保 (H)	2601 HK	买入	25.09	18.68	34%	0.6 x	0.6 x	5.5%	6.6%	6.6 x	5.5 x
新华保险 (H)	1336 HK	买入	27.02	19.50	39%	0.4 x	0.4 x	6.6%	8.6%	4.5 x	3.5 x
中国太平 (H)	966 HK	买入	11.19	8.44	33%	0.3 x	0.3 x	4.5%	5.9%	6.6 x	5.0 x
人保集团 (H)	1339 HK	买入	3.95	2.65	49%	0.4 x	0.4 x	8.3%	9.9%	4.1 x	3.4 x
中国财险 (H)	2328 HK	买入	12.74	7.43	71%	0.6 x	0.6 x	8.7%	9.7%	4.8 x	4.3 x
众安在线 (H)	6060 HK	买入	29.39	23.05	28%	1.4 x	1.4 x	0.0%	0.0%	79 x	26.1 x
中国平安 (A)	601318 CH	买入	62.71	47.28	33%	1.0 x	1.0 x	4.7%	6.0%	8.6 x	6.7 x
中国人寿 (A)	601628 CH	卖出	17.74	37.10	-52%	2.1 x	2.1 x	1.5%	1.7%	24.3 x	21.6 x
中国太保 (A)	601601 CH	买入	24.99	25.34	-1%	1.1 x	1.1 x	3.3%	4.0%	10.7 x	8.9 x
新华保险 (A)	601336 CH	卖出	25.97	30.43	-15%	0.8 x	0.8 x	3.5%	4.6%	8.5 x	6.6 x
人保集团 (A)	601319 CH	卖出	4.10	5.62	-27%	1.1 x	1.1 x	3.3%	3.9%	10.4 x	8.7 x

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

公司	代码	评级	P/EV (x)		新业务价值倍数 (x)		ROE (%)		ROEV	
			FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E
中国平安 (H)	2318 HK	买入	0.5x	0.5x	(23.6) x	(25.7) x	11.9%	14.1%	7.2%	10.8%
中国人寿 (H)	2628 HK	买入	0.2x	0.2x	(25.1) x	(26.5) x	11.0%	9.1%	11.5%	8.7%
中国太保 (H)	2601 HK	买入	0.3x	0.3x	(42.2) x	(45.1) x	12.1%	9.9%	8.1%	7.8%
新华保险 (H)	1336 HK	买入	0.2x	0.2x	(58.7) x	(56.9) x	14.2%	10.0%	7.3%	1.5%
中国太平 (H)	966 HK	买入	0.1x	0.1x	(22.1) x	(23.0) x	8.4%	5.1%	13.9%	8.5%
人保集团 (H)	1339 HK	买入	0.3x	0.3x	(87.6) x	(94.3) x	10.5%	11.6%	7.8%	7.9%
中国平安 (A)	601318 CH	买入	0.6x	0.5x	(21.6) x	(23.9) x	11.9%	14.1%	7.2%	10.8%
中国人寿 (A)	601628 CH	卖出	0.8x	0.7x	(6.5) x	(9.0) x	11.0%	9.1%	11.5%	8.7%
中国太保 (A)	601601 CH	买入	0.5x	0.4x	(32.0) x	(35.6) x	12.1%	9.9%	8.1%	7.8%
新华保险 (A)	601336 CH	卖出	0.4x	0.4x	(46.4) x	(45.3) x	14.2%	10.0%	7.3%	1.5%
人保集团 (A)	601319 CH	卖出	0.8x	0.7x	(25.9) x	(34.9) x	10.7 x	8.9 x	7.8%	7.9%

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

公司	代码	P&C premium growth				Combined ratio				Expense ratio				Loss ratio			
		FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
2318 HK	Ping An	-5.5%	10.0%	10.0%	10.0%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	31.0%	30.9%	30.9%	30.9%	67.0%	67.1%	67.1%	67.1%
2601 HK	CPIC	3.3%	9.6%	9.6%	9.7%	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	69.6%	69.6%	69.6%	69.6%
966 HK	Taiping	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%	105.9%	103.0%	101.0%	101.0%	35.0%	45.0%	45.0%	45.0%	70.9%	56.0%	55.0%	55.0%
2328 HK	PICC P&C	3.8%	10.0%	10.0%	10.0%	99.6%	97.6%	97.6%	97.6%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%	73.7%	72.6%	72.6%	72.6%
6060 HK	Zhong An	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	99.6%	98.9%	98.8%	97.9%	42.0%	41.6%	42.6%	42.8%	57.6%	57.2%	56.2%	55.1%

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

中国房地产板块

优于大市

分析师：曾展- jeffreyzeng@cmbi.com.hk

融资端利好齐出推动板块反弹

第三只箭重开股权融资利好板块

我们认为证监会最新出台的关于放开股权融资的政策对板块利好，由于 1) A 股产权的股权融资渠道长期被冻结，表明政策信号比此前央行的 16 项措施更强，这意味着监管对房地产行业的态度转向到开始救助需要帮助的开发商；2) 政策打开了较大的想象空间：陷入困境的开发商可能向国有企业或地方政府发行股份成为混合所有制企业。长远来看，国有企业本身也可能会以并购为目的发行股权进一步提高市场份额。因此我们认为以下公司将从这一政策中受益最大：碧桂园、美的置业和新城（在政策支持下确保安全）、金科、中南建设（混合所有制）和万科 A（并购）。

新政细则

新政：证监会主席易会满宣布为保持房地产市场平稳健康发展证监会决定在重新开放开发商的股权融资渠道，具体内容包括：1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。2) 允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金；募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等。3) 允许上市房企以非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目。4) 恢复以房地产为主业的 H 股上市公司再融资。5) 容许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金。

行业影响

影响：在一系列扶持政策效果低于预期的背景下，我们认为重新开放股权融资渠道是一个重大突破，由于 1) 其释放了强烈的信号表明政策从“拯救行业”转向“拯救企业”；2) 该政策将提供巨大的融资空间，足以使幸存者起死回生；3) 同时股权融资与以往政策相比不会直接扩大开发商的债务规模。因此将大大减少开发商违约的可能性，如果销售恢复趋势良好，市场将迎来转折。政策不仅能解决融资问题，同时也将对基本面产生积极影响：部分债务和违约问题将通过并购或重组活动得到解决，进而推动房屋竣工的加速，将一定程度缓解购房者对交付的担忧，对购房情绪产生积极影响。同时，各地防疫政策进一步放松，为开发商销售回暖提供了更好的条件。

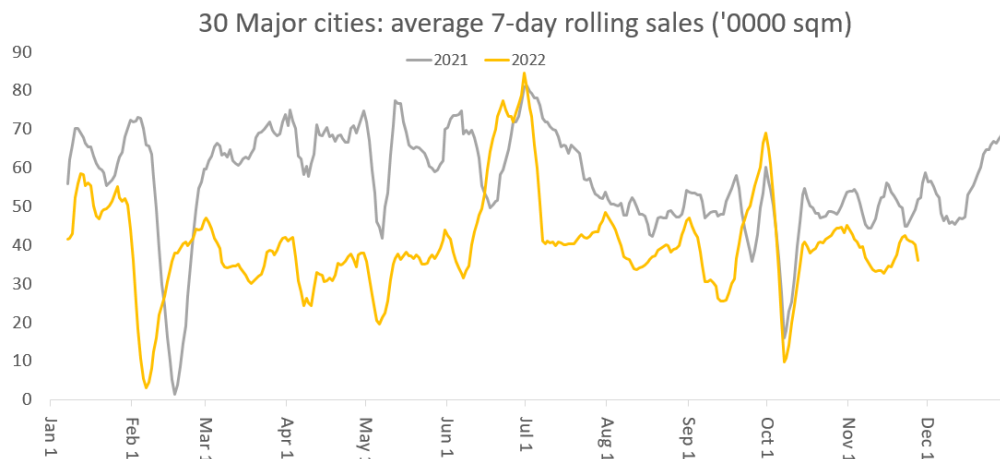
展望

政策：1) 融资端：已出台的融资支持政策几乎覆盖了所有融资渠道包含海内外债券、金融机构贷款、股权融资等，在目前的执行情况下部分房企的流动性已经得到缓解，市场对个别房企的暴雷或违约预期也已变低甚至逆转，我们不再期待更多超预期的融资端政策出台，但相信会看到不同程度的落地以及已出政策框架内的一些手段创新。2) 需求端：行业经营的实质性改善需要销售支撑，我们预计下一轮支持政策将主要针对刺激需求，近期已看

到武汉、南京、佛山等地有不同程度的限购放松但效果甚微，期待相关放松向更高能级城市蔓延。

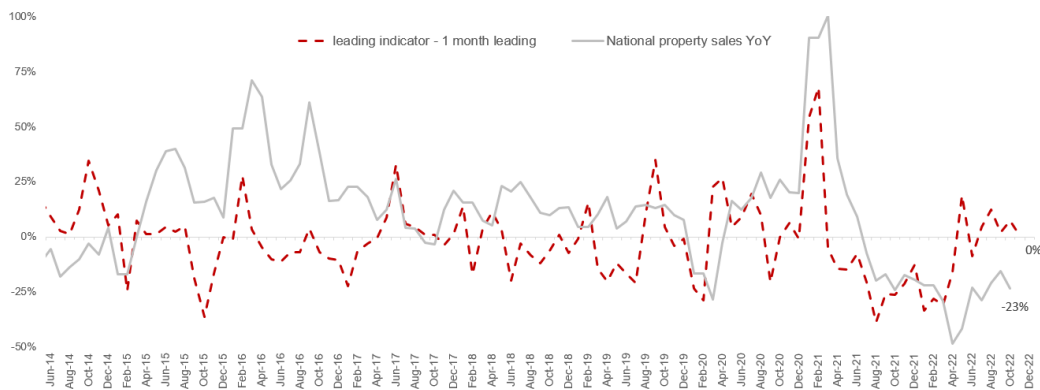
重要图表

图 279: 30 城 11 月销售降幅继续扩大至 25% (10 月-20%, 9 月-14%)



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 280: 领先指标指向 12 月销售略微好转



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

估值

图 281: 同业估值对比

公司	代码	收市价 (当地货币)	市值 (当地货币 百万)	目标价 (当地货币)	市盈率				市帐率		股息率	
					20A	21A	22E	23E	22E	21A	22E	
万科 - H	2202 HK	16.40	227,163	33.92	4.0	7.0	7.5	7.1	0.7	7%	5%	
中国海外	688 HK	20.15	220,539	30.49	5.2	5.0	5.6	5.4	0.5	7%	5%	
碧桂园	2007 HK	3.10	81,059	13.36	1.8	2.1	4.5	4.4	0.3	12%	6%	
华润置地	1109 HK	33.40	238,173	44.79	8.8	7.4	7.7	7.1	0.9	5%	5%	
龙湖	960 HK	26.00	163,312	52.59	7.3	5.7	6.1	5.6	1.0	8%	5%	
世茂	813 HK	4.42	16,786	NA	1.1	1.1	1.3	1.2	0.1	26%	29%	
雅居乐	3383 HK	2.76	11,625	NA	1.0	3.5	2.1	2.2	0.2	22%	0%	
合景泰富	1813 HK	1.87	5,953	NA	0.8	1.2	2.3	2.2	0.1	24%	0%	
时代中国	1233 HK	1.56	3,279	NA	0.5	0.8	1.4	1.3	0.1	6%	0%	
中骏集团	1966 HK	0.80	3,378	NA	0.9	0.9	1.2	1.3	0.1	25%	0%	
旭辉控股	884 HK	1.35	12,756	NA	1.3	1.3	2.1	2.1	0.2	13%	5%	
新城发展	1030 HK	3.69	24,006	NA	2.4	2.1	3.4	3.5	0.4	0%	0%	
美的置业	3990 HK	11.86	16,075	NA	3.0	3.1	4.7	4.7	0.6	16%	9%	
万科 - A	000002 CH	18.92	220,053	31.36	5.2	9.8	9.2	8.4	0.9	5%	4%	
保利发展	600048 CH	16.30	195,118	5.55	6.7	7.1	7.0	6.6	0.9	4%	4%	
滨江集团	002244 CH	9.92	30,866	3.56	13.2	10.2	8.4	7.1	1.3	2%	3%	
均值					4.0	4.3	4.7	4.4	0.5	11.4%	5.0%	

资料来源: 万得, 招银国际环球市场预测

中国工程机械 / 重卡板块

优于大市

分析师：冯键嵘, CFA – waynefung@cmbi.com.hk

伍泳雅 – katherineng@cmbi.com.hk

克服挑战便是机遇

我们对工程机械和重卡行业的看法转为更为积极，我们预计经过2021年初以来的下行周期之后，工程机械和重卡行业盈利将在2023年出现有意义的复苏，增长主要来自：(1) 海外需求强劲；(2) 矿业开采活动活跃；(3) 中国将逐步重新开放；(4) 海运费和钢材价格下降。与此同时，国内房地产的支持政策将成为行业的风险下降因素。各子板块中，我们最看好高空作业平台，其次为重卡、挖掘机和其他工程机械。重点推荐浙江鼎力（海外高空作业平台需求强劲）、潍柴动力-H（重卡发动机销售复苏 + 农机及发动机的收入占比提升）和中联重科-H（高经营杠杆 + 低估值）。另一方面，我们对三一重工（市场预期较高）、恒立液压（估值较高）和中国重汽（毛利率恢复可能弱于预期）保持谨慎。

挖掘机：受惠于国内市场趋稳及出口韧性强，预计2023年销量同比增长10%

国内市场方面，我们预计2023年挖掘机国内销量同比增长15%，主要受以下因素推动：(1) 基建支出增长将抵消疲弱的房地产投资；(2) 采矿业投资将实现双位数增长。海外出口市场方面，我们预计今年强劲增长（预计同比增长60%）后，2023年出口增速将放缓至5%。我们预计出口增长将受海外建筑和矿业开采活动，以及中国挖掘机制造商的市场份额增加所推动。

重卡：预计2023年同比增长25%

(1) 历史上，重卡保有量规模与GDP增长高度相关。我们预计在经济重启后，中国的经济增长将会加速，并将带动重卡保有量规模同比增长5%，这将转化为2023年重卡销量同比增长25%；(2) 历史数据显示，重卡销量在录得连续两年下滑后均出现回升；(3) 我们认为国四淘汰将有机会加速，并引发新一轮更换周期，为我们对重卡行业的需求测算进一步提供潜在上调空间。

高空作业平台：预计2023年同比增长20%

在电网投资、5G支出、数据中心建设以及设备置换需求的推动下，未来数年的高空作业平台海外需求将持续强劲。考虑到全球高空作业平台制造商正面临液压缸等零部件的供应链短缺问题，我们看好受供应链问题影响较少的中国高空作业平台制造商（如浙江鼎力）和相关零部件制造商（如恒立液压）有机会因而获取更多市场份额。

估值表

图 282: 同业估值对比

股票代码	公司	评级	现价	目标价	上行/(下行)	市值 (百万美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)	
			(当地货币)	(当地货币)			FY22E	FY23E	FY22E	FY23E
港股										
631 HK Equity	三一国际	买入	7.60	13.20	74%	3,094	12.9	10.8	2.2	1.9
1157 HK Equity	中联重科	买入	3.84	5.24	36%	6,741	10.4	8.4	0.5	0.5
2338 HK Equity	潍柴动力	买入	10.80	12.60	17%	13,292	20.2	15.4	1.2	1.1
3808 HK Equity	中国重汽	持有	11.60	10.00	-14%	4,122	16.0	11.1	0.8	0.8
1839 HK Equity	中集车辆	-	5.24	-	-	2,143	n/a	n/a	n/a!	n/a!
564 HK Equity	郑煤机	-	7.91	-	-	2,917	4.9	4.0	0.8	0.6
	平均						12.9	9.9	1.1	1.0
A股										
000338 CH Equity	潍柴动力	持有	10.84	11.40	5%	13,235	22.6	17.2	1.3	1.2
601100 CH Equity	恒立液压	持有	62.26	58.00	-7%	11,656	32.1	28.6	7.5	6.4
603338 CH Equity	浙江鼎力	买入	50.07	71.00	42%	3,636	21.0	17.6	3.6	3.1
600031 CH Equity	三一重工	持有	16.57	14.70	-11%	20,183	31.9	24.0	2.2	2.0
000157 CH Equity	中联重科	持有	5.83	6.00	3%	6,711	17.7	14.2	0.9	0.9
000425 CH Equity	徐工机械	-	5.33	-	-	9,032	9.7	8.7	1.0	0.9
000528 CH Equity	柳工	-	6.15	-	-	1,724	15.8	13.4	0.7	0.7
603638 CH Equity	艾迪精密	-	15.06	-	-	1,815	48.1	37.4	4.2	3.8
600761 CH Equity	安徽合力	-	13.50	-	-	1,433	11.7	9.6	1.6	1.4
603298 CH Equity	杭叉集团	-	17.56	-	-	2,182	15.1	12.5	2.4	2.1
000951 CH Equity	中国重汽	-	16.31	-	-	2,748	34.0	15.4	1.5	1.3
601717 CH Equity	郑煤机	-	12.07	-	-	2,904	8.2	6.8	1.4	1.1
600582 CH Equity	天地科技	-	5.13	-	-	3,045	9.2	7.7	1.0	0.9
	平均						21.3	16.4	2.3	2.0
海外工程机械										
CAT US Equity	CATERPILLAR INC	-	235.49	-	-	122,551	17.0	15.8	8.2	7.2
DE US Equity	DEERE & CO	-	437.19	-	-	131,953	15.7	14.8	6.5	5.3
6305 JP Equity	HITACHI CONST	-	3,140.00	-	-	4,936	9.3	9.2	1.0	0.9
6301 JP Equity	KOMATSU LTD	-	3,125.00	-	-	22,232	9.9	10.2	1.2	1.1
042670 KS Equity	DOOSAN INFRACORE	-	8,540.00	-	-	1,292	7.8	8.1	1.1	1.0
VOLVB SS Equity	VOLVO AB-B	-	197.90	-	-	39,377	10.6	11.2	2.6	2.5
	平均						11.7	11.5	3.4	3.0
海外液压										
PH US Equity	PARKER HANNIFIN	-	298.29	-	-	38,302	15.7	14.3	4.0	3.5
7012 JP Equity	KAWASAKI HVY IND	-	3,095.00	-	-	3,798	11.5	11.1	1.0	0.9
7242 JP Equity	KYB CORP	-	3,375.00	-	-	635	4.8	4.4	n/a!	n/a!
6474 JP Equity	NACHI-FUJIKOSHI	-	3,830.00	-	-	698	7.7	7.5	0.7	0.6
6268 JP Equity	NABTESCO CORP	-	3,500.00	-	-	3,097	23.4	18.6	1.7	1.6
	平均						12.6	11.2	1.8	1.7
海外高空作业平台										
TEXUS Equity	TEREX CORP	-	43.43	-	-	2,932	10.6	9.3	2.7	2.2
OSK US Equity	OSHKOSH CORP	-	87.92	-	-	5,749	25.3	13.8	2.0	1.8
LNR CN Equity	LINAMAR CORP	-	64.96	-	-	2,947	10.3	8.1	n/a!	n/a!
PIG FP Equity	HAULOTTE GROUP	-	3.53	-	-	117	n/a	67.9	0.5	0.5
6345 JP Equity	AICHI CORP	-	777.00	-	-	434	10.2	9.8	0.7	0.7
	平均						14.1	10.2	1.5	1.3

资料来源：彭博、公司及招银国际环球市场预测
截至 2022 年 12 月 6 日

图 283: 各類工程機械的下游應用

工程机械类别	基建	房地产	采矿
挖掘机	高	中	低
轮式装载机	中	低	高
汽车起重机	高	低	-
塔机	-	高	-
混凝土机械	中	高	-
煤炭机械	-	-	高
矿用车	-	-	高
工程重卡	高	中	低

资料来源：招银国际环球市场

挖掘机：受惠于国内市场趋稳及出口韧性强，预计 2023 年将同比增长 10%

考虑到基建、房地产和采矿业投资（即建筑相关的固定资产投资）是挖掘机行业下游需求的主要驱动力（图2），因此我们一直沿用相关的固定资产投资数据和工程机械销售数据来评估挖掘机的需求和供应情况。据我们的行业模型显示，每台挖掘机对应建筑相关固定资产投资金额从 2019 年的峰值约 2,400 万元人民币降至 2022 年的 2,200 万元人民币（图3）。尽管如此，当前水平仍接近 2004 年以来约 2,100 万元人民币的平均水平，表明国内挖掘机行业的供需相对平衡。

由于房地产投资下降抵消了基建支出的增长，国内建筑活动相对疲弱，拖累挖掘机国内销售（2022 年前十一个月同比下降 44%）。但可观的是，海外需求成为年初至今的行业增长动力，2022 年前十一个月挖掘机出口销量同比增长 65% 至 9.8 万台。

我们预计 2022 年挖掘机销量将同比下降 23%，而 2023 年将同比回升 10%。我们对 2023 年的销售增长预测基于以下假设：

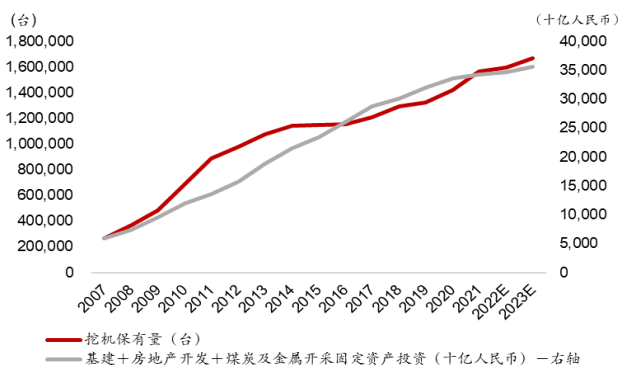
■ 国内市场：

我们预计 2023 年挖掘机国内销量同比增长 15%，主要受以下因素推动：（1）基建支出的中个位数增长将抵消疲弱的房地产投资；（2）金属采矿业投资将实现双位数增长。

■ 海外出口市场：

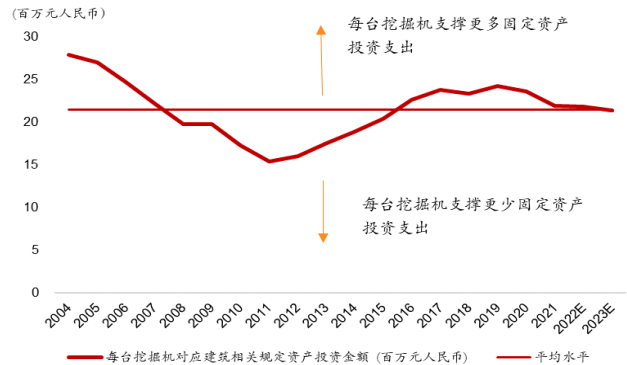
由于高基数效应，我们预计 2023 年出口增速将放缓至 5%。我们预计出口增长将受海外建设和矿业开采活动强劲，以及中国挖掘机制造商（如三一重工）的市场份额增加所推动。

图 284: 挖掘机保有量及建筑相关固定资产投资



资料来源：中国工程机械工业协会、Wind 及招银国际环球市场预测

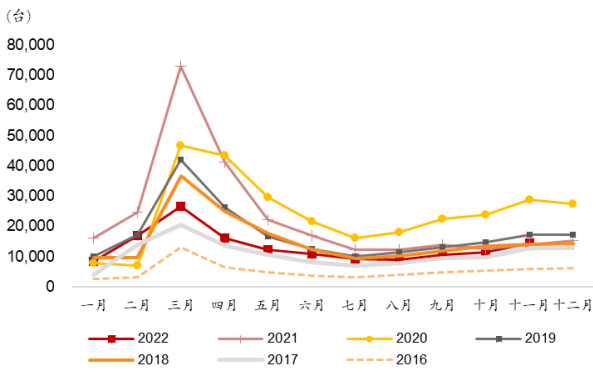
图 285: 每台挖掘机对应建筑相关固定资产投资金额



资料来源：中国工程机械工业协会、Wind 及招银国际环球市场预测

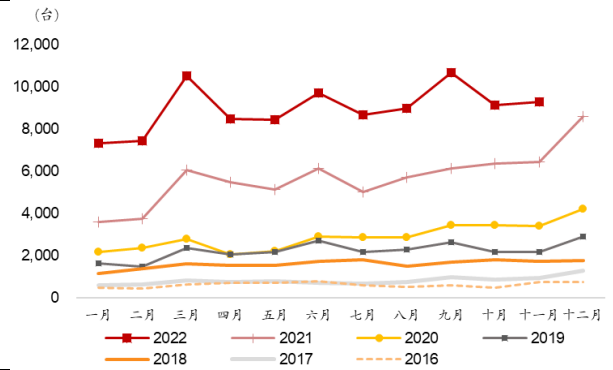
注释：建筑相关固定资产投资 = 基建 + 房地产 + 采矿业固定资产投资

图 286: 挖掘机月度销量 (主要设备制造商)



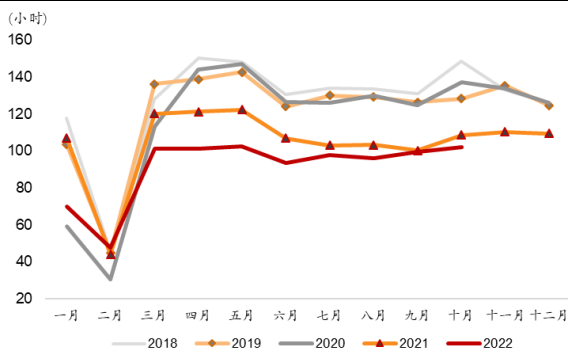
资料来源: 中国工程机械工业协会及招银国际环球市场

图 287: 挖掘机月度出口销量



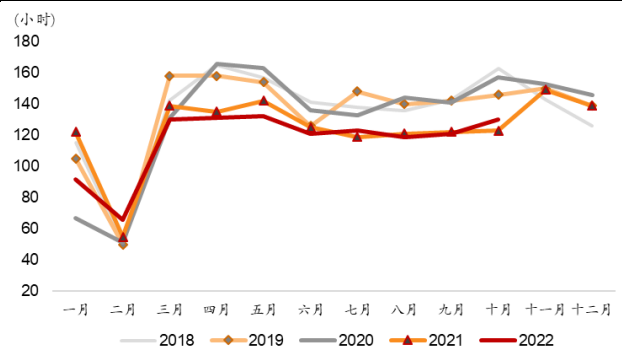
资料来源: 中国工程机械工业协会及招银国际环球市场

图 288: 小松制造所月度挖掘机使用小时数 - 中国



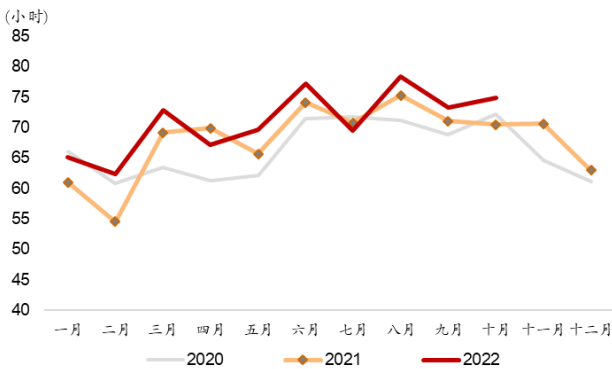
资料来源: 小松制造所及招银国际环球市场

图 289: 日立月度挖掘机使用小时数 - 中国



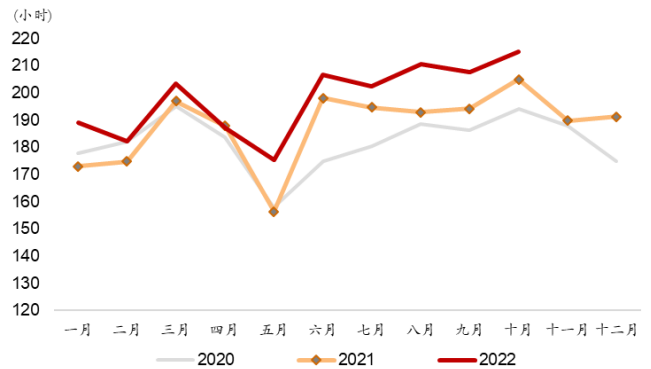
资料来源: 日立及招银国际环球市场

图 290: 小松制造所月度挖掘机使用小时数 - 北美地区



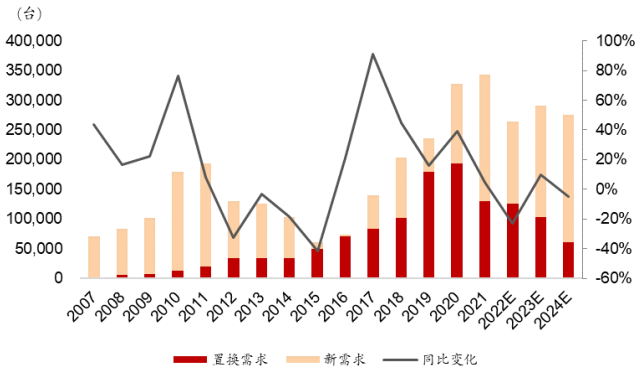
资料来源: 小松制造所及招银国际环球市场

图 291: 小松制造所月度挖掘机使用小时数 - 印尼



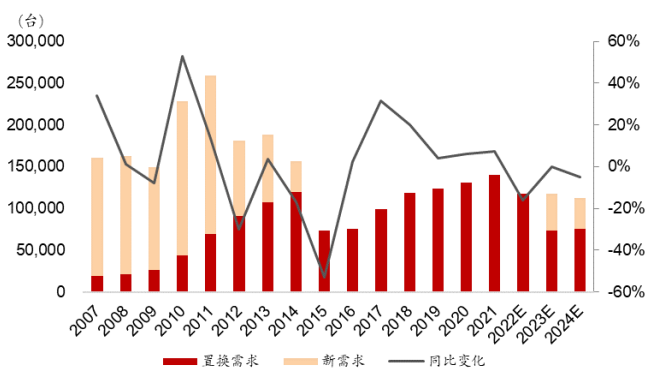
资料来源: 小松制造所及招银国际环球市场

图 292: 招銀国际全球市场挖掘机销量预测



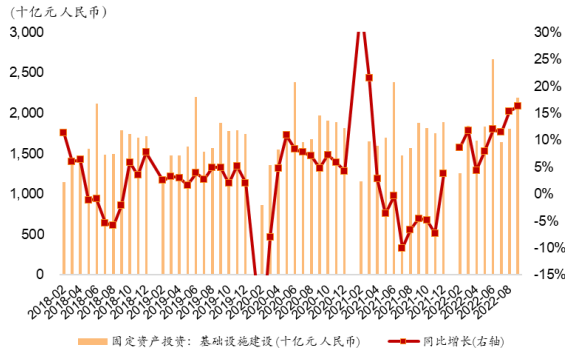
资料来源：中国工程机械工业协会、Wind 及招銀国际全球市场预测

图 293: 招銀国际全球市场轮式装载机销量预测



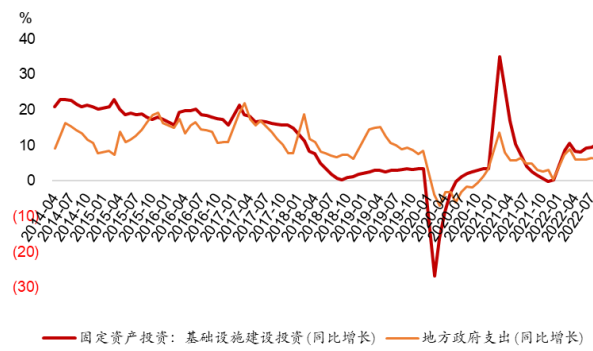
资料来源：中国工程机械工业协会、Wind 及招銀国际全球市场预测

图 294: 国内基建固定资产投资



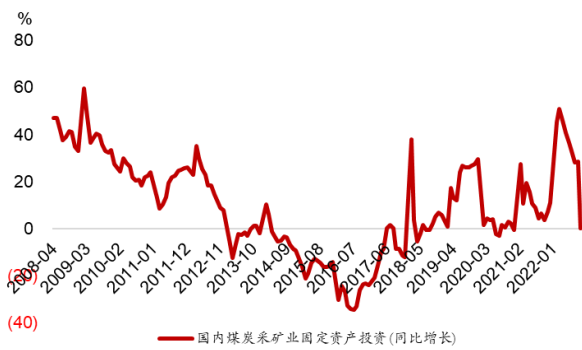
资料来源：Wind、国家统计局及招銀国际环球市场

图 295: 国内基建固定资产投资及地方政府支出增长



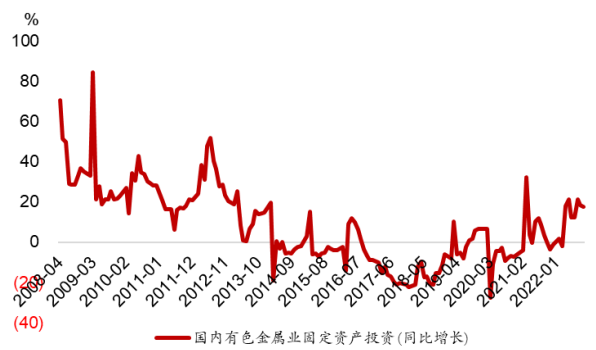
资料来源：Wind、国家统计局、财政部及招銀国际环球市场

图 296: 中国煤炭采矿业固定资产投资（年初至今）



资料来源：Wind、国家统计局及招銀国际环球市场

图 297: 中国有色金属业固定资产投资



资料来源：Wind、国家统计局及招銀国际环球市场

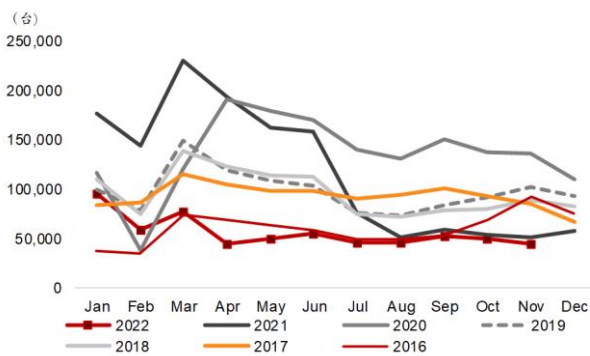
重卡：预计2023年将同比增长25%

由于（1）国六升级触发2021年上半年的提前需求导致较高基数，以及（2）今年国内疫情封控导致经济活动疲软，2022年前十一个月重卡销量同比下降54%至约61.8万辆，月均销量低于2016年月均水平。我们预计今年重卡销量将同比下降52%至约66万辆，为连续第二年同比下降。

然而，我们预计重卡行业2023年将有机会迎来强劲复苏，主要基于以下观点：

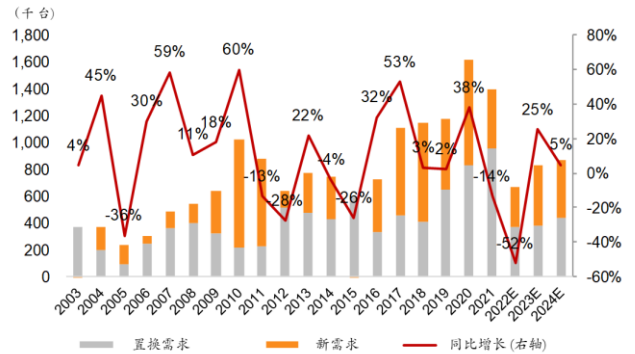
- 1) 连续两年的销量下降减缓了重卡保有量规模的增长。由于今年经济疲软，我们预计今年重卡保有量规模将仅录得2%同比增长。从历史上看，重卡保有量规模与GDP增长高度相关。据我们的行业模型显示，每台重卡对应GDP约1,200-1,300万元人民币。我们预计在经济重启后，将带动2023年重卡保有量规模同比增长5%，这将转化为25%销量增长。
- 2) 据历史销量显示，重卡销量在录得连续两年下滑后均出现回升（如2013年和2016年所示）。
- 3) 我们认为国四淘汰将有机会加速，引发新一轮更换周期，为我们对重卡行业的需求测算进一步提供潜在上调空间。

图 298: 国内重卡月度销量



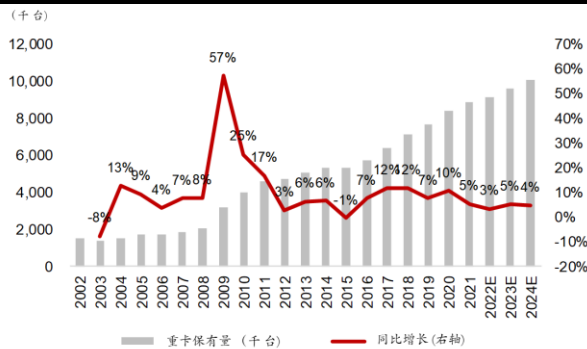
资料来源：第一商用车网及招银国际环球市场

图 299: 招银国际全球市场重卡销量预测



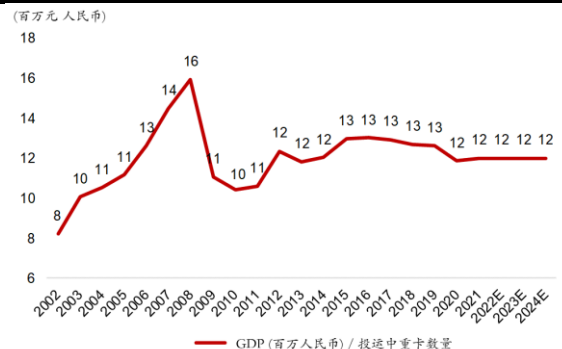
资料来源：第一商用车网、Wind 及招银国际环球市场预测

图 300: 国内重卡保有量



资料来源：Wind 及招银国际环球市场预测

图 301: 每台重卡对应 GDP 金额



资料来源：Wind 及招银国际环球市场预测

图 302: 国内汽车尾气排放标准实施时间表

Type of vehicles		Year																							
		00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
Heavy duty vehicle	Diesel	[Color-coded bars for years 00-23]																							
	Gasoline	[Color-coded bars for years 00-23]																							
	Gas fueled	[Color-coded bars for years 00-23]																							
Light duty vehicle	Diesel	[Color-coded bars for years 00-23]																							
	Gasoline	[Color-coded bars for years 00-23]																							
	Gas fueled	[Color-coded bars for years 00-23]																							
Off road vehicle	Diesel	[Color-coded bars for years 00-23]																							

National emission standard No regulation I II III IV V VI(a) VI(b)

资料来源：生态环境部及招银国际环球市场

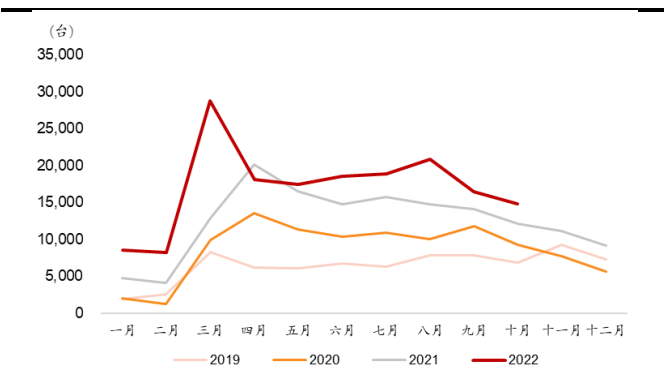
高空作业平台：海外需求强劲且可持续

全球高空作业平台龙头特雷克斯 (TEX US) 在 2022 年第三季度业绩后电话会议中，对高空作业平台市场需求提供了乐观指引。在电网投资、5G 支出、数据中心建设以及设备置换需求的推动下，未来数年的高空作业平台海外需求将持续强劲。

然而，全球高空作业平台制造商也正面临液压缸等零部件的供应链短缺问题。我们认为受供应链短缺问题影响较少的中国高空作业平台制造商（如浙江鼎力）和相关零部件制造商（如恒立液压）有机会因此而获取更多市场份额。

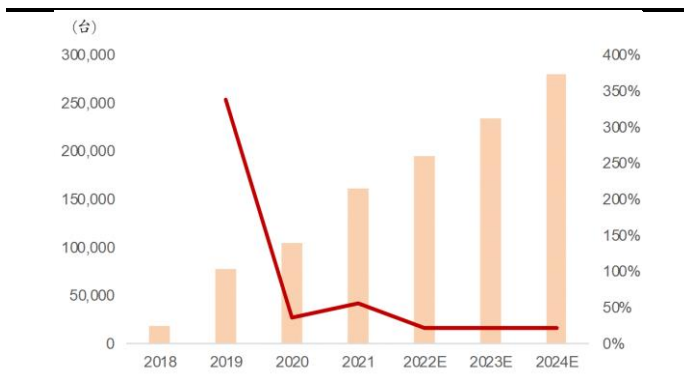
我们预计 2023 年高空作业平台整体需求（国内市场 + 出口）将同比增长约 20%。我们预计出口增长将快于国内销量增长。

图 303: 高空作业平台月度销量（国内 + 出口）



资料来源：中国工程机械工业协会及招银国际环球市场

图 304: 招银国际环球市场高空作业平台销量预测



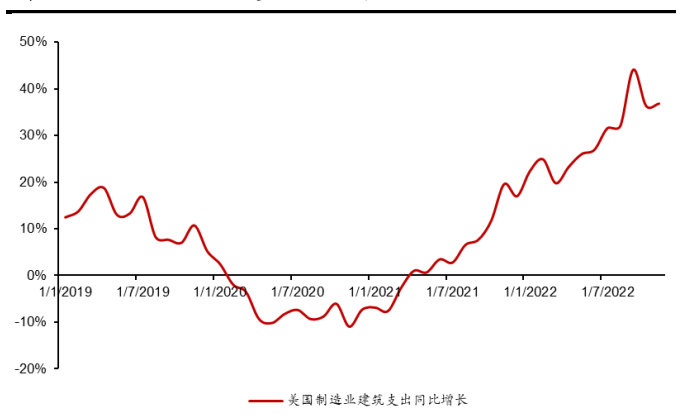
资料来源：中国工程机械工业协会及招银国际环球市场预测

图 305: 美国非住宅建筑支出增长



资料来源：彭博及招银国际环球市场

图 306: 美国制造业建筑支出增长

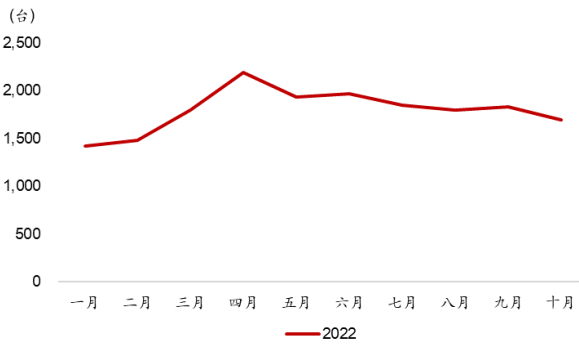


资料来源：彭博及招银国际环球市场预测

塔式起重机、混凝土机械：与房地产建设开支高度相关

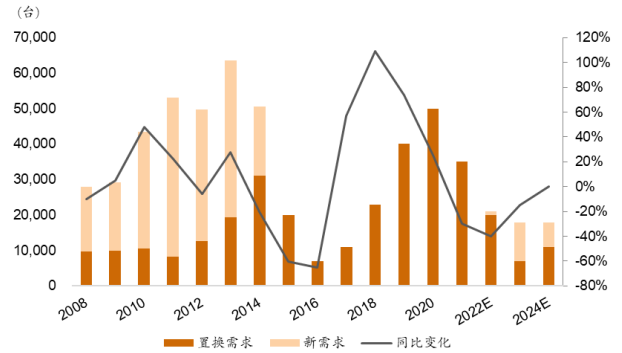
与其他种类的工程机械不同，塔式起重机和混凝土机械的需求可见度相对较低，主要由于行业受政府政策变动的较大影响。我们预测塔式起重机（与房地产关联度约 100%）2023 年需求将同比下降 15%。我们预计混凝土搅拌车和泵车（与房地产关联度约 2/3）2023 年需求将基本持平。

图 307: 塔式起重机月度销量



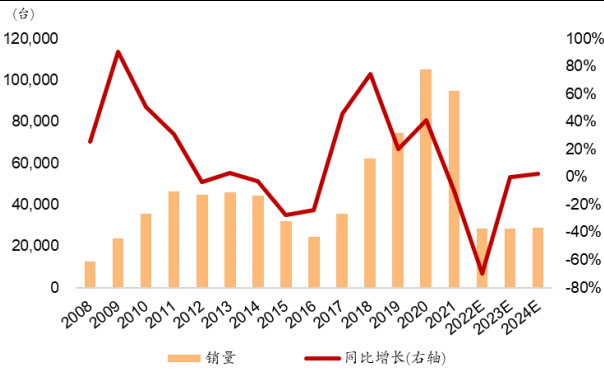
资料来源：中国工程机械工业协会及招银国际环球市场

图 308: 招银国际环球市场塔式起重机销量预测



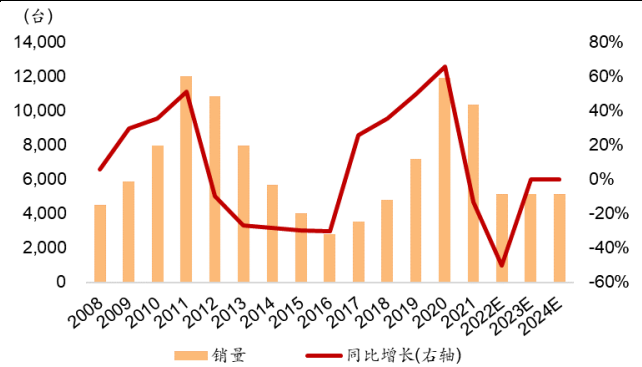
资料来源：中国工程机械工业协会及招银国际环球市场预测

图 309: 招银国际环球市场混凝土搅拌车销量预测



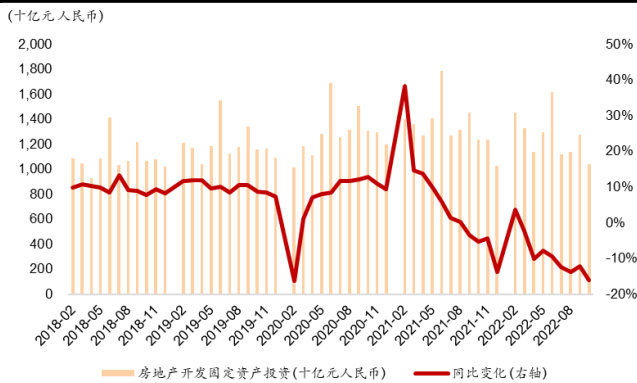
资料来源：中国工程机械工业协会及招银国际环球市场预测

图 310: 招银国际环球市场混凝土泵车销量预测



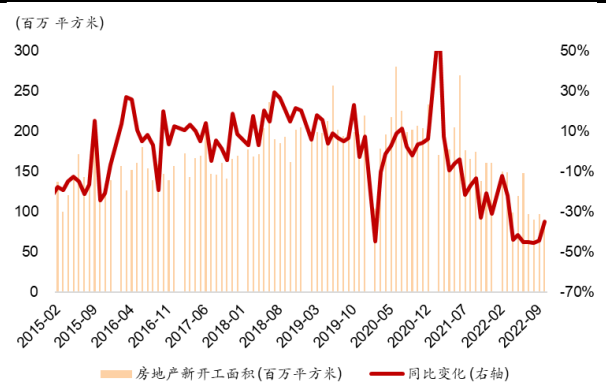
资料来源：中国工程机械工业协会及招银国际环球市场预测

图 311: 房地产开发固定资产投资



资料来源：Wind 及招银国际环球市场

图 312: 房地产新开工面积



资料来源：Wind 及招银国际环球市场

海运费及钢材成本持续下降

在全球供应链瓶颈逐步缓解下，海运费大幅回落至几乎疫情前水平。参考上海集装箱运价指数，2022年第三季度运价同比下降21%，10-11月运价同比下降65%。考虑到出口是大多数中国工程机械设备制造商的重要驱动力，运费下降将有助于推动2023年毛利率改善。

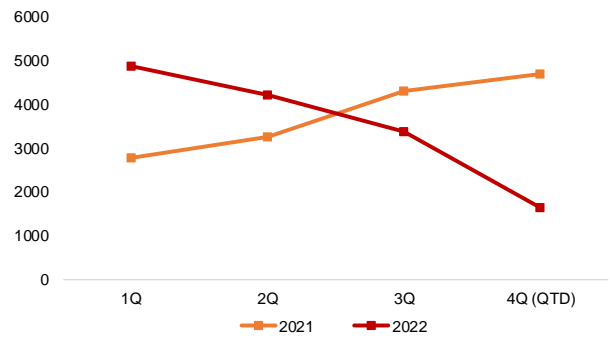
钢材占工程机械设备生产成本约15-20%。自2022年第三季度以来，钢材价格开始疲软，有助工程机械设备制造商的成本下降。

图 313: 上海集装箱运价指数



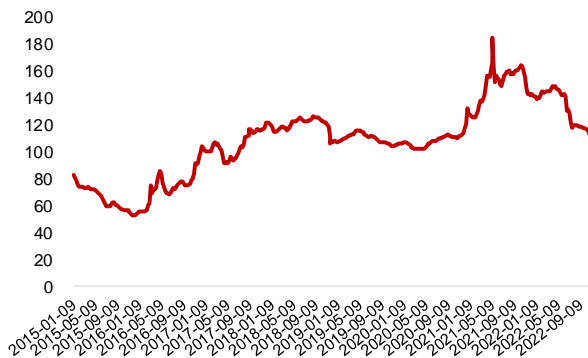
资料来源：彭博及招银国际环球市场

图 314: 上海集装箱运价指数 (季度)



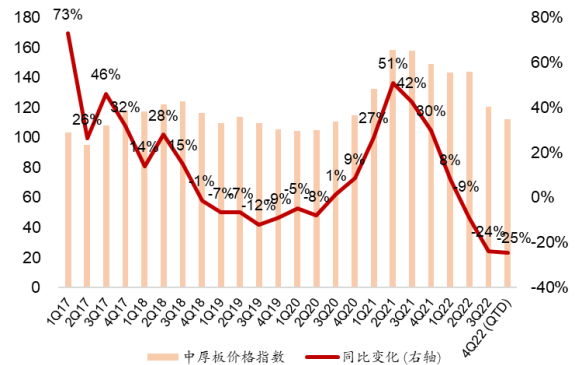
资料来源：彭博及招银国际环球市场

图 315: 国内中厚板价格指数



资料来源：Wind 及招银国际环球市场

图 316: 国内中厚板价格指数 (季度)



资料来源：Wind 及招银国际环球市场

中国城市燃气板块

同步大市

分析师：夏微，CESGA – meganxia@cmbi.com.hk
 白毅阳，CFA – jackbai@cmbi.com.hk

防疫政策优化提振用气需求，城燃新型业务孵化“第二增长曲线”值得期待

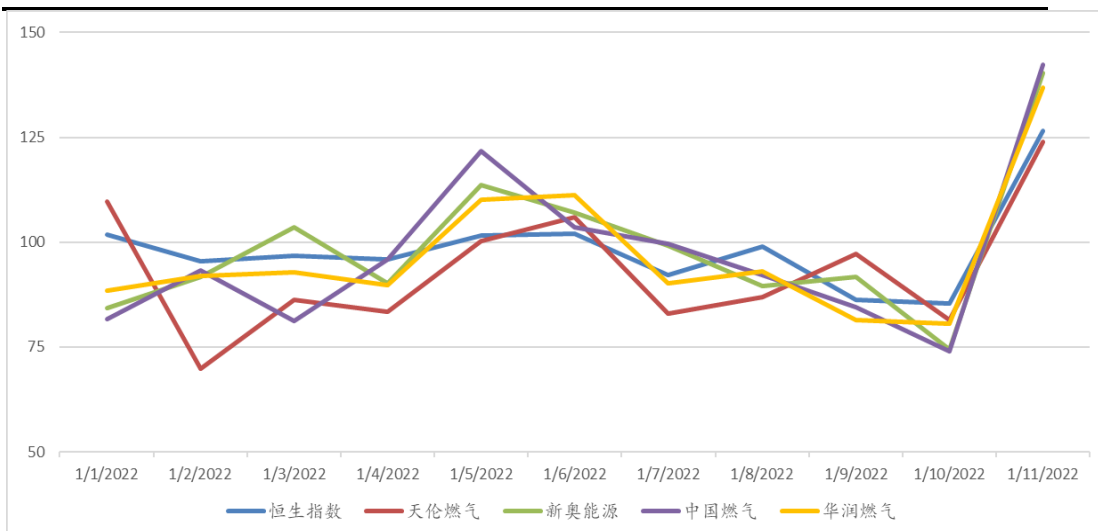
投资亮点

2022年城市燃气分销商的股价表现大部分较低迷，年底稍有反弹。影响因素包括：1) 国际天然气市场受俄乌冲突影响，欧洲各国天然气供应不稳定性增加，国际天然气价格飙涨；2) 中国进口液化天然气（“LNG”）价格受传导影响持续拉高，导致LNG进口现货交投低迷并部分引起国内气源供给趋紧，推高整体气源成本；及3) 国内疫情管控、气价高企及“以供定需”等因素综合影响下，国内用气需求偏弱。

展望2023年，我们对城燃板块持谨慎乐观态度。疫情管控政策优化将释放国内用气需求，利好城燃企业销气量增长。国产天然气上产以及进口管道气增加将部分对冲国际高气价对消费端的影响，结合积极地顺价政策和措施，助力城燃企业毛差改善。此外，城燃企业对新型业务布局全面开花。在地产开发放缓拉低燃气接驳业务预期的背景下，城燃企业积极发展新型业务包括分布式电力、综合能源业务以及增值服务业务等，孵化“第二增长曲线”的前景值得期待。

我们建议投资人关注：1) 疫情防控措施优化推动工商业用气需求反弹，城燃企业销气增速恢复；2) 接驳业务放缓预期目前股价已部分体现；3) 逢低布局业务转型较快，新型业务发展快速，上升空间潜力大的城燃企业；及4) 目前行业估值处于历史低位，估值具有吸引力。综上，我们看好城燃分销商个股的推荐排序：**华润燃气（1193 HK）>新奥能源（2688 HK）>中国燃气（384 HK）>天伦燃气（1600 HK）**。

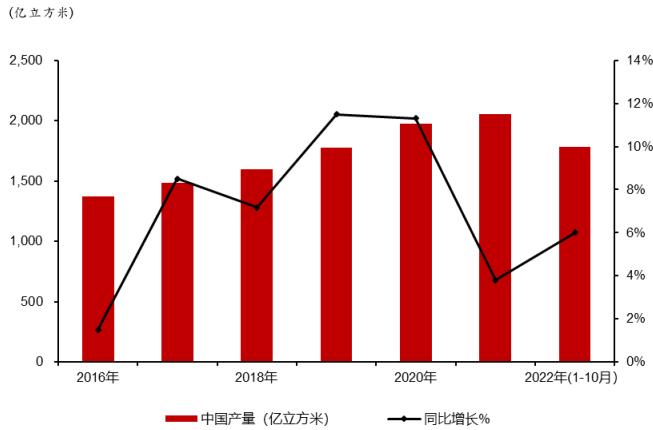
图 317：焦点城燃企业股价表现



资料来源：彭博，公司及招银国际环球市场预测

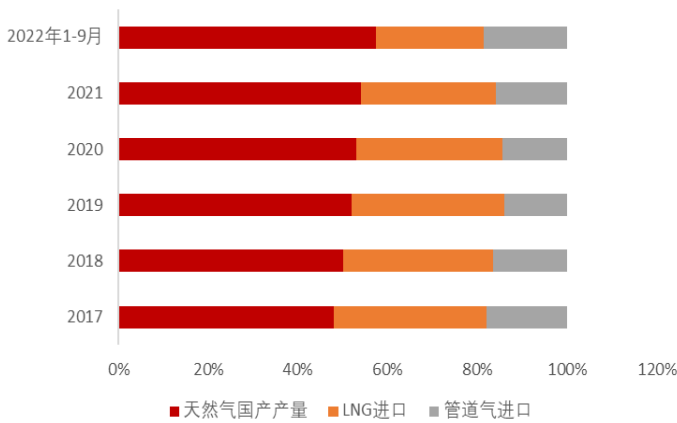
重要图表

图 318: 中国天然气产量 (2016年-2022年1月-10月)



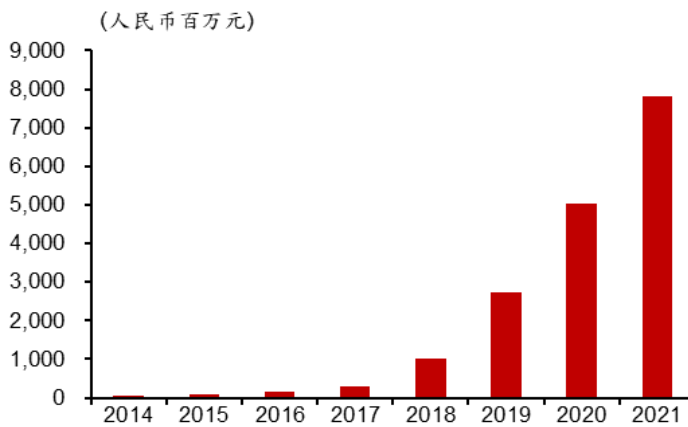
资料来源：国家统计局，国家能源，公司及招银国际环球市场预测

图 320: 中国天然气供给变化



资料来源：海关总署，国家统计局，Wind，及招银国际环球市场预测

图 322: 新奥能源综合能源业务收入高速增长



资料来源：公司及招银国际环球市场预测

图 319: 荷兰 TTF 期货价格 (美元/百万英热)



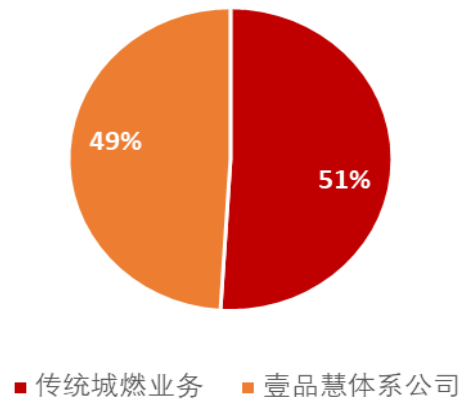
资料来源：彭博，公司及招银国际环球市场预测

图 321: 中国 LNG 接收站、工厂出厂均价



资料来源：卓创咨询，公司及招银国际环球市场预测

图 323: 中国燃气增值服务税前利润分布 (2022/23 中期)



资料来源：公司及招银国际环球市场预测

俄乌冲突背景下国际天然气市场震荡，国际气价高企

2022年2月末伊始，在俄乌冲突的特殊背景下，欧洲管道气供应不稳定增强。长期以来，欧洲是全球天然气主要消费大区之一，并且天然气对外依赖较高。因俄乌冲突而导致的地缘政治影响，欧洲管道气供应的不稳定性剧增。因此，2022年3月初，荷兰TTF价格迅速上涨，部分时段达到同比上涨10倍以上。由于欧洲原有管道气供应紧缩而导致的市场缺口，欧洲通过大幅增加对美等国家天然气的进口，导致美国Henry Hub、英国NBP等天然气现货价格呈现显著飙涨。上述影响传导引起亚洲现货到岸价格持续拉高，突破历史高位。

图 324：中国 LNG 综合进口到岸价指数



资料来源：Wind，上海石油天然气交易中心，公司及招银国际环球市场预测

在天然气市场特殊震荡背景下，市场对欧洲冬季天然气供气担忧，部分欧洲国家提前开始进行天然气储备并制定库存标准。2022年9-10月，欧洲德国等国家天然气库存提前达标，缓解市场对欧洲冬季用气供给的担忧。荷兰TTF等期货价格部分回落。但是，我们认为欧洲补足进口俄气缺口在短中期内仍具有挑战性，气价仍有向上支撑。

图 325：欧洲天然气库存（截至2022年12月1日数据）

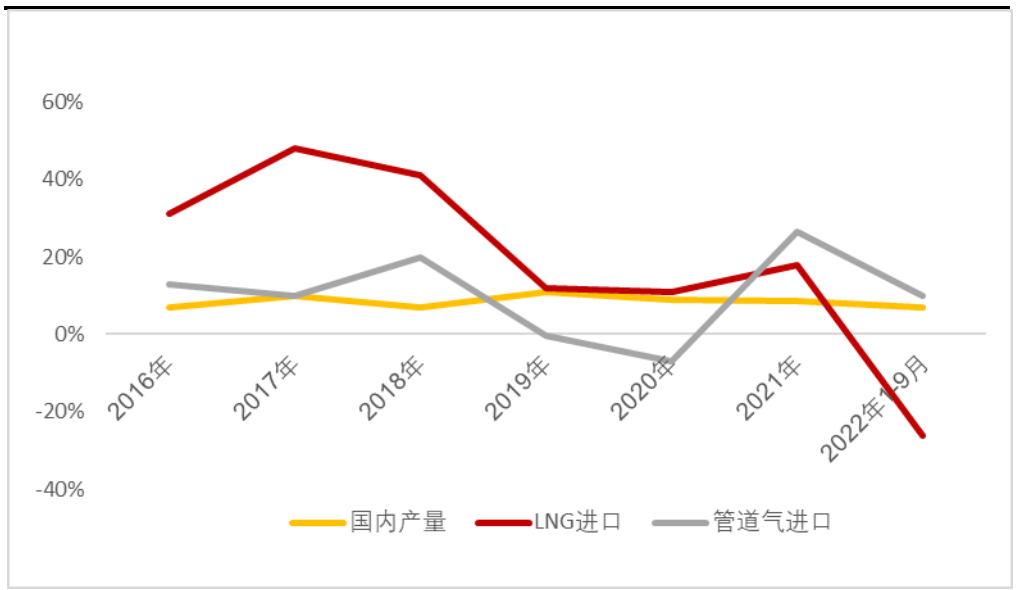
Name	Gas in storage (TWh)	Full (%)	Trend (%)	Consumption (TWh)	Stock/Cons (%)	Injection (GWh/d)	Withdrawal (GWh/d)	Working (gas) volume (TWh)	Injection Capacity (GWh/d)	Withdrawal Capacity (GWh/d)
EU	1032.7	92.3	-0.38	3776.4	27.4	785.68	5064.7	1118.7	11570.4	20107.8
Austria	89.3	93.5	-0.39	90.1	99.1	1.38	377.9	95.5	845.8	1064.3
Belgium	7.9	100.0	-1.22	169.6	4.64	0	93.1	7.6	88.1	169.7
Bulgaria	5.3	91.5	-0.7	33.0	16.1	0	40.6	5.8	38.2	40.3
Croatia	4.5	94.8	-0.2	28.3	16	0.85	10.5	4.8	43.9	51.6
Czech Republic	41.5	94.7	-0.47	90.7	45.8	1.09	207.1	43.8	503.8	705.1
Denmark	9.6	97.1	-0.4	23.2	41.7	1.51	41.5	9.9	90.7	180.0
France	128.2	96.0	-0.9	430.4	29.8	26.47	1233.5	133.6	1151.3	2482.7
Germany	240.3	97.6	-0.38	905.3	26.5	40.83	965.6	246.1	4014.4	6879.3
Hungary	55.2	81.6	0.94	107.9	51.2	635.4	0	67.7	488.1	839.7
Ireland	0.0	0.0	0	50.9	0	0	0	0.0	0.0	0.0
Italy	176.4	91.2	-0.42	725.0	24.3	0	809.5	193.4	1698.5	2914.2
Latvia	13.7	57.0	-0.57	11.6	118	0	136.1	24.1	50.0	272.0
Netherlands	122.5	88.1	-0.4	350.7	34.9	63.56	613.2	138.9	1404.1	2785.4
Poland	35.4	97.3	-0.03	232.5	15.2	0	12.6	36.4	345.0	595.9
Portugal	3.8	96.4	0	58.6	6.52	0	0	4.0	24.0	85.7
Romania	30.5	93.0	-0.42	114.4	26.7	0.25	136.4	32.8	240.8	327.4
Slovakia	34.4	88.5	-0.81	53.2	64.6	14.33	329.2	38.8	411.0	491.6
Spain	33.9	96.3	-0.16	339.0	10	0	57.8	35.3	126.3	214.5
Sweden	0.1	93.0	0	13.0	0.72	0	0	0.1	6.5	8.6
Non-EU	106.8	32.1	-0.2	1030.5	10.4	6.31	679.4	333.3	2794.5	2105.6
Ukraine	96.9	30.0	-0.16	261.1	37.1	0	517.7	323.5	2323.5	1603.8
United Kingdom (Post-Brexit)	10.0	100.0	-1.59	769.4755	1.29	6.31	161.7	9.8	470.9	501.8

资料来源：欧洲天然气基础设施协会，彭博，公司及招银国际环球市场预测

中国 LNG 进口减量明显致国内天然气供给趋紧，供气结构变化

国际地缘政治变化导致天然气供需震荡，对中国天然气供需产生传导影响。体现在中国 LNG 进口量和天然气表观消费量出现了近 7 年来的首次负增长。因中国进口现货成本与欧洲 TTF 价格联动性强，在 2022 年欧洲 TTF 价格高企的背景下，中国现货进口成本维持高位，导致中国企业全年整体 LNG 进口现货交投低迷。据中国海关数据统计，2022 年 1-9 月，中国天然气的对外依存度同比降低 6% 到 40%，降幅主要来自 LNG 进口。在国产天然气和进口管道气保持平稳增长而 LNG 进口发生显著减量的情况下，国内天然气总供应减少，但同时国产气稳定上产部分对中国天然气供给的冲击。

图 326：中国天然气各类供应量增长率对比

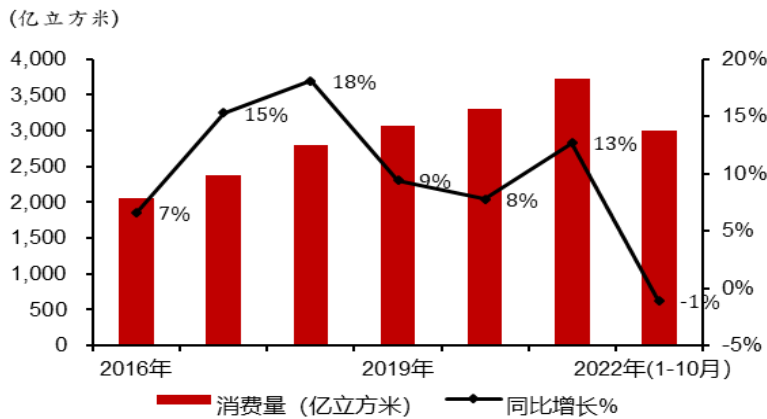


资料来源：海关总署，Wind，公司及招银国际环球市场预测

受疫情防控、气价高企及“以供定需”等因素综合影响，中国天然气表观消费量下降明显

2022 年，中国疫情防控部分影响工商业经营，导致工商业用气需求下降，疫情下地产开发放缓亦部分影响新增燃气接驳预期。天然气整体表观消费量显著下跌。据国家发改委 2022 年 1-10 月数据，全国天然气表观消费量 2,999.3 亿立方米，同比下降 1.1%（2021 年同比上涨 13%）。此外，因 2022 年 LNG 现货价格高企，LNG 现货供给微乎其微，导致国内天然气市场供应趋紧。国内“以供定需”、优先保民生用气的政策一定程度上也抑制部分工商业潜在的用气消费需求。

图 327: 全国天然气表观消费量



资料来源：国家发改委，国家统计局，公司及招银国际环球市场预测

城燃板块回顾与展望

在各项因素综合影响下，2022年城燃企业经营面临挑战，但城燃企业依然采取措施积极应对。毛差方面，城燃企业积极实施顺价措施，三季度毛差普遍有所改善。进入冬季，部分城燃企业与上游供气方协议价格优于预期。冬季供暖需求上涨提振用气需求。部分城燃公司增强资本开支和并购管理，自由现金流由负转正。

此外，城燃企业新业务布局保持强劲势头，在新型业务布局方面呈明显差异化发展。**新奥能源**综合能源业务继续保持行业领先，截至2022年三季度，其综合能源销售量增长29.5%至182.08亿千瓦时。**中国燃气**聚焦广大居民用户群体，积极开发推广“中燃宝”品牌相关产品、燃气综合保险、智慧家居等增值服务，并推动与其线上平台“壹品慧生活”智能设备电商服务的线上线下联动。**华润燃气**凭借优质项目资源禀赋，为用户提供多样化的清洁能源解决方案，并积极拓展清洁交通能源市场，加快发展汽车充电、加氢业务等。**港华智慧能源（原港华燃气）**2022年半年度实现再生能源业务零突破，抢建屋顶光伏累计在建和并网0.38GW，结合碳管理、绿电交易、智慧平台强化能碳服务能力。**天伦燃气**依托其河南区域优势，发展分布式屋顶光伏在内的多种新能源业务，以“气电协同”模式推进区域能源绿色转型。

展望2023年，我们对城燃板块保持谨慎乐观。

- 1) 需求方面，中国防疫政策持续优化调整或刺激经济、提振居民、工商业用气需求。工商业经营恢复提升企业消化高气价能力，促使城燃公司居民以及工商业销气量增长改善。整体利好城燃公司收入和利润增长。
- 2) 供给方面，若当前国际地缘政治在2023年持续，那么国际气价依旧高位震荡而中国进口LNG现货成交依旧低迷，我们预期整体供给可能依旧面临挑战，但是国产天然气和进口管道气供给保持稳定上升的前提下，以及国际油价回调使得进口长协价格部分向下带动进口长协量部分上升，预期供给好于2022年同期。
- 3) 气价方面，如果2023年俄乌冲突持续，我们判断国际气价依然在中高位震荡，中国天然气气价部分受影响，但是影响程度减弱。气源结构将与2022年类似，国产气和进口管道气

上量，会进一步削弱国际气价影响，整体天然气价格部分回落。整体气价成本下降，结合城燃企业积极的顺价政策或利好城燃企业毛差和利润改善。

4) 燃气接驳方面，在房地产项目开发放缓的背景下，我们认为市场对燃气新增接驳预期放缓已有共识也部分反映在前期连续回调的股价。但是近期地产刺激政策以及疫情防控优化，部分利好受影响的接驳业务恢复。

5) 新型业务方面，我们认为城燃企业新兴业务的布局加速，深挖原有客户业务价值，聚焦城燃主业，积极发展新业务开辟新的内生增长途径，都会是城燃公司未来重要的课题。

6) 估值方面，目前行业 2023 年预测市盈率为约 8 倍，估值具有吸引力。

我们建议投资人关注：1) 疫情防控措施优化用气需求反弹，城燃企业销气增速恢复。2) 毛差管理能力改善；3) 短期地产刺激政策利好燃气接驳业务。4) 逢低布局业务转型节奏较快，增值业务发展快速上升的城燃企业。4) 目前行业估值具有吸引力。综上，我们对于城燃分销商的推荐次序为：华润燃气（1193 HK）>新奥能源（2688 HK）>中国燃气（384 HK）>天伦燃气（1600 HK）。

图 328: 同业估值对比

	代号	收盘价	市值	每股盈利			21-23E	市盈率			市净率		
		(港元)	(百万港元)	21A	22E	23E	CAGR	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
新奥能源	2688 HK	112.6	127309.6	6.32	7.00	7.55	9.3%	15.90	14.36	13.31	3.19	2.78	2.44
天伦燃气	1600 HK	3.73	3767.4	1.04	0.58	0.76	-14.6%	3.21	5.76	4.41	0.60	0.57	0.52
中国燃气	384 HK	11.2	60931.8	2.07	1.53	1.33	-19.9%	5.41	7.34	8.43	1.20	0.93	0.88
华润燃气	1193 HK	30.95	71618.7	2.73	2.74	2.98	4.6%	11.35	11.30	10.38	1.77	1.60	1.47
港华燃气	1083 HK	3.83	12480.5	0.57	0.44	0.47	-9.9%	6.67	8.76	8.22	0.52	0.50	0.52
昆仑能源	135 HK	5.9	51086.9	0.58	0.72	0.76	14.3%	9.06	7.34	6.94	0.80	0.76	0.71
行业平均								7.1	8.1	7.7	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，公司及招银国际环球市场预测



行业首选股份

- ❖ 中国互联网板块 I - 阿里巴巴 (BABA US)、腾讯控股 (700 HK)
- ❖ 中国科技板块 - 立讯精密 (002475 CH)、闻泰科技 (600745 CH)
- ❖ 中国软件及 IT 服务板块 - 金蝶国际 (268 HK)
- ❖ 中国医药板块 - 百济神州 (BGNE US)、药明生物 (2269 HK)
- ❖ 中国必需消费板块 - 中国中免 (601888 CH)
- ❖ 中国可选消费板块 - 九毛九 (9922 HK)
- ❖ 中国互联网板块 II - 快手 (1024 HK)
- ❖ 中国汽车板块 - 理想汽车 (LI US)、吉利汽车 (175 HK)
- ❖ 中国保险板块 - 中国太保 (2601 HK)
- ❖ 中国房地产板块 - 华润置地 (1109 HK)
- ❖ 中国工程机械/重卡板块 - 浙江鼎力 (603338 CH)
- ❖ 中国城市燃气板块 - 华润燃气 (1193 HK)

阿里巴巴 (BABA US)

有望受益于消费复苏

我们仍看好阿里巴巴 2023 年及长期发展前景，主因：1) 随着经济刺激政策逐步传导至消费端，阿里巴巴中国零售市场 GMV 增长有望受益于消费复苏，且其核心高质量用户群体具备粘性，有能力抵御行业竞争；2) 公司已证明其有能力通过精简新业务及优化运营使利润重回增长轨道，消费复苏驱动高利润率平台业务营收重回增长或将在 2023 年为利润增长及利润率提升带来进一步的助推；3) 长期增长驱动力，如云业务，营收增长或有望受益于非互联网行业营收强劲增长而触底反弹。我们预测阿里巴巴 22-25 财年 Non-GAAP 净利润复合增长率为 8.3%。我们 SOTP 的目标价 158.7 美元对应 18 倍 24 财年 Non-GAAP PE。重申买入评级。

■ **各业务线的运营效率均有望持续提升。** 阿里巴巴精简新业务、推动各业务部门提高运营效率的战略举措正在取得成效。2QFY23，淘宝特价版、淘菜菜和盒马的合并亏损同比收窄 49 亿元。此外，来自国际商业/本地生活服务的调整后 EBITA 亏损同比收窄 15 亿元/30 亿元。公司整体调整后的 EBITA 同比增长 29% 至 362 亿元人民币，对应 17.5% 的利润率，同比增长 3.5pp。我们预计较为严格的成本控制及经营效率提升将在 2HFY23 继续推动调整后 EBITA 增长，预测 FY23 全年 EBITA 将同比增长 17% 至 1,530 亿元。

■ **核心用户群体具备粘性，基本盘稳固。** 截至 2022 年 9 月 30 日的 12 个月，在淘宝和天猫消费超过一万元人民币的消费者数维持在 1.24 亿，并有 98% 的留存率，展现了其留存高端消费者的能力。我们预计公司持续投入以优化用户体验的举措，如深化内容布局及优化履约体验有望帮助公司维持核心高质量用户群体的粘性，这也有望在消费复苏的情况下支撑中国电商零售 GMV 的稳步复苏。随着疫情影响的减弱及经济恢复促进商家广告投放意愿恢复，阿里巴巴中国零售市场 GMV 和客户管理收入 (CMR) 之间的增速差距或逐步回归正常化。我们预测 22-25 财年阿里巴巴中国电商零售市场 GMV/客户管理收入营收 CAGR 为 2.3/1.1%。

■ **云业务 FY24 营收增长或有望重新加速。** 我们仍然看好阿里云的长期收入增长，因其具有强大的技术能力，且来自非互联网行业的收入增长以及潜在的国际扩张可以为长期增长提供支持。我们预计 FY24 阿里云的营收增长将重新加速至 15%，并在 22-25 财年录得 14.1% 的营收年复合增长率。受益于规模效益提升推动，我们预计阿里云 2023/2024 财年调整后 EBITA 利润率将提升至 2/3% (FY22: 1.5%)

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	717,289	853,062	882,040	987,864	1,083,297
同比增长 (%)	na	18.9	3.4	12.0	9.7
净利润(百万人民币)	150,578.0	62,249.0	61,169.5	122,534.7	134,762.2
调整后净利润(百万人民币)	178,954.0	143,515.0	148,226.8	166,988.6	182,427.3
调整后每股收益(人民币)	66.22	53.26	54.95	61.84	67.49
市场平均预估每股收益(人民币)	66.22	53.26	51.80	59.13	66.52
市盈率(倍)	30.1	46.3	28.0	14.0	12.7
股本回报率 (%)	na	6.5	5.9	10.2	9.9

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价 **US\$158.70**
(此目前目标价 US\$158.70)
潜在升幅 **73.6%**
当前股价 **US\$91.41**

中国互联网

贺赛一

(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶

franktao@cmbi.com.hk

陆文韬

luwentao@cmbi.com.hk

黄群

(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

easonxu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	249,192.7
3 月平均流通量(百万美元)	78.0
52 周内股价高/低(百万美元)	137.41/63.15
总股本(百万)	2726.1

资料来源：FactSet

股东结构

软银集团 23.9%

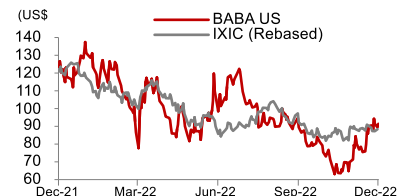
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	28.2%	27.5%
3-月	2.8%	7.0%
6-月	-13.1%	-16.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	na	717,289	853,062	882,040	987,864	1,083,297
销售成本	na	(421,205)	(539,450)	(559,213)	(626,306)	(686,811)
毛利润	na	296,084	313,612	322,827	361,558	396,487
运营费用	na	(206,406)	(243,974)	(210,808)	(237,087)	(256,200)
销售	na	(136,743)	(151,721)	(143,331)	(162,998)	(176,036)
研发费用	na	(57,236)	(55,465)	(56,451)	(63,223)	(68,248)
其他	na	(12,427)	(36,788)	(11,025)	(10,867)	(11,916)
运营利润	na	89,678	69,638	112,019	124,471	140,287
利息收入	na	72,794	(15,702)	(33,518)	8,891	8,666
利息支出	na	(4,476)	(4,909)	(5,292)	(5,927)	(6,283)
其他收入/支出	na	7,582	10,523	6,174	6,915	5,958
税前利润	na	165,578	59,550	79,384	134,350	148,628
所得税	na	(29,278)	(26,815)	(18,655)	(31,572)	(37,157)
其他	na	6,984	14,344	(7,938)	11,854	14,083
税后利润	na	143,284	47,079	52,790	114,632	125,554
非控股权益	na	7,294	15,170	8,379	7,903	9,208
净利润	na	150,578	62,249	61,169	122,535	134,762
调整后净利润	na	178,954	143,515	148,227	166,989	182,427

资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	na	643,360	638,535	689,599	807,304	940,050
现金与现金等价物	na	321,262	189,898	252,005	354,507	473,831
Restricted cash	na	35,207	37,455	37,455	37,455	37,455
预付款项	na	124,708	145,995	134,952	150,155	163,578
以公允价值计入损益的资产	na	162,183	265,187	265,187	265,187	265,187
非流动资产	na	1,046,858	1,057,018	1,098,977	1,184,869	1,265,025
物业及厂房及设备 (净额)	na	147,412	171,806	212,769	243,150	266,782
合资及联营公司投资	na	200,189	219,642	231,157	262,464	296,000
无形资产	na	70,833	59,231	104,527	124,815	144,053
商誉	na	292,771	269,581	269,581	269,581	269,581
以公允价值计入损益的资产	na	237,221	223,611	223,611	223,611	223,611
其他非流动资产	na	98,432	113,147	57,333	61,248	64,998
总资产	na	1,690,218	1,695,553	1,788,577	1,992,173	2,205,075
流动负债	na	377,358	383,784	346,780	396,529	441,368
短期债务	na	3,606	8,841	9,165	10,264	11,256
应付税款	na	25,275	21,753	17,536	27,783	31,584
其他流动负债	na	87,337	81,730	81,928	91,758	100,622
Accrued expenses	na	261,140	271,460	238,151	266,723	297,907
非流动负债	na	229,226	229,576	205,515	211,143	217,902
长期债务	na	38,335	38,244	38,244	38,244	37,407
递延收入	na	3,158	3,490	3,618	4,052	4,443
其他非流动负债	na	187,733	187,842	163,653	168,847	176,052
总负债	na	606,584	613,360	552,294	607,672	659,271
股本	na	1	1	1	1	1
资本盈余	na	394,308	410,506	519,239	552,827	588,575
留存收益	na	554,924	563,557	624,726	747,261	882,023
其他储备	na	(3,090)	(15,930)	(23,364)	(23,364)	(23,364)
股东权益总额	na	946,143	958,134	1,120,603	1,276,725	1,447,236
少数股东权益	na	137,491	124,059	115,680	107,777	98,569
总负债和股东权益	na	1,690,218	1,695,553	1,788,577	1,992,173	2,205,075

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	na	165,578	59,550	79,384	134,350	148,628
折旧摊销	na	47,909	48,065	29,291	32,842	41,366
税款	na	(29,278)	(26,815)	(18,655)	(31,572)	(37,157)
营运资金变化	na	50,297	(18,150)	4,300	31,195	30,697
其他	na	(2,720)	80,109	31,334	37,552	39,324
净经营现金流	na	231,786	142,759	125,653	204,366	222,858
投资现金流						
资本开支	na	(41,450)	(3,412)	(3,087)	(2,964)	(3,250)
收购与投资	na	(1,735)	(15)	(31,154)	(31,154)	(31,154)
处理短期投资所得现金	na	(114,826)	(106,984)	0	0	0
其他	na	(86,183)	(88,181)	(67,083)	(68,846)	(69,285)
净投资现金流	na	(244,194)	(198,592)	(101,324)	(102,964)	(103,689)
融资现金流						
净借贷	na	32,008	0	0	0	0
发行股票所得现金	na	175	109	0	0	0
股票回购	na	(773)	(61,225)	0	0	0
其他	na	(1,328)	(3,333)	324	1,100	154
净融资现金流	na	30,082	(64,449)	324	1,100	154
净现金流变动						
年初现金	na	345,982	356,469	227,353	252,005	354,507
汇率变动	na	(7,187)	(8,834)	0	0	0
年末现金	na	356,469	227,353	252,005	354,507	473,831
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日						
销售收入	na	na	18.9%	3.4%	12.0%	9.7%
毛利润	na	na	5.9%	2.9%	12.0%	9.7%
经营利润	na	na	(22.3%)	60.9%	11.1%	12.7%
净利润	na	na	(58.7%)	(1.7%)	100.3%	10.0%
调整后净利润	na	na	(19.8%)	3.3%	12.7%	9.2%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日						
毛利率	na	41.3%	36.8%	36.6%	36.6%	36.6%
营业利润率	na	12.5%	8.2%	12.7%	12.6%	13.0%
调整后净利润率	na	24.9%	16.8%	16.8%	16.9%	16.8%
股本回报率	na	na	6.5%	5.9%	10.2%	9.9%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
流动比率 (倍)	na	1.7	1.7	2.0	2.0	2.1
应收账款周转天数	na	na	na	na	na	na
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日						
市盈率	na	30.1	46.3	28.0	14.0	12.7
市盈率 (摊薄)	na	30.6	46.8	28.2	14.1	12.8
市帐率	na	4.9	3.0	1.5	1.4	1.2
市现率	na	24.2	20.9	14.1	8.6	7.9
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

腾讯控股 (700 HK)

盈利增长重回正轨

受益于收入增长恢复以及高质量发展战略所带来的经营杠杆效应，我们看好腾讯 FY23-24 利润增长重新加速。分业务板块看：1) 微信视频号广告商业化加速有望推动 4Q22 和 FY23 广告收入重回增长轨道；2) 疫情管控措施优化及云业务战略调整将推动 FY23 金融科技和企业服务收入加速增长以及毛利率提升；3) 国内游戏业务受益于版号审批常态化以及重点新游上线，海外游戏业务有望在行业调整期过后企稳回升。我们预计公司 FY23-FY24E Non-IFRS 净利润有望实现 14/13% 的强劲反弹 (FY22E: 同比下降 6%)，基于 SOTP 的目标价为 401.8 港元。维持买入。

■ **FY23 收入增长重新加速。**我们预计公司 FY23 总收入同比增长 10% (FY22E: 同比下降 1%)。公司各业务趋势向好，我们预计：1) FY23 游戏收入同比增长 8% (FY22E: 同比下降 3%)，国内游戏业务受益于版号审批常态化以及《黎明觉醒》等重点新游上线，海外业务有望在行业调整期过后企稳回升；2) FY23 广告收入同比增长 14% (FY22E: 同比下降 8%)，主要得益于微信视频号增量广告收入贡献、整体广告需求复苏及低基数效应；3) FY23 金融科技和企业服务收入同比增长 14% (FY22E: 同比增长 5%)，伴随毛利率提升。疫情管控逐步放开有望推动线下支付额与收入增长，云计算业务调整基本完成，聚集高毛利率自研产品带动收入与毛利增长。

■ **收入增长加速叠加杠杆效应推动利润增长强劲。**收入增长加速以及降本增效带来杠杆效应，我们预计公司整体运营费用率从 FY22 的 24.8% 下降至 FY23/FY24 的 24.0/23.3%。我们预计公司 FY23/24E Non-IFRS 净利润同比增长 14/13%，对应 Non-IFRS 净利润率为 21.7/22.6% (FY22E: 21.0%)。

■ **估值仍具吸引力，维持买入。**我们基于 SOTP 的目标价为 401.8 港元，其中游戏/社交网络/广告/金融科技/云计算业务估值为 153.4/26.3/24.7/97.1/16.0 港元，净现金和战略投资估值分别为 13.8/70.5 港元。若剔除战略投资和净现金估值，公司现价对应 17 倍 2023 年 PE，考虑 FY23/24 年利润增速 (+14/13%)，估值具备较高吸引力。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入 (百万元人民币)	482,064	560,118	555,781	611,886	662,553
同比增长 (%)	27.8	16.2	(0.8)	10.1	8.3
毛利率 (%)	46.0	43.9	42.9	42.9	43.1
净利润 (百万元人民币)	159,847.0	224,822.0	105,294.3	134,072.0	149,860.9
同比增长 (%)	71.3	40.6	(53.2)	27.3	11.8
调整后净利润 (百万元人民币)	122,742.0	123,788.0	116,501.5	132,904.0	149,933.1
同比增长 (%)	30.1	0.9	(5.9)	14.1	12.8
调整后每股收益 (人民币)	12.93	12.99	12.21	13.92	15.70
市场平均预估每股收益 (人民币)	12.93	12.99	11.89	14.26	17.05
市销率 (倍)	5.3	4.6	4.6	4.2	3.9
市盈率 (倍)	24.4	19.1	24.3	19.1	17.1
股本回报率 (%)	28.1	29.8	12.3	13.9	13.7

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	HK\$401.80
(此前目标价)	HK\$401.80)
潜在升幅	23.6%
当前股价	HK\$325.00

中国互联网

贺赛一

(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬

luwentao@cmbi.com.hk

陶冶

franktao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	3,117,094
3月平均流通量(百万港元)	267.6
52周内股价高/低(百万港元)	484.40/200.80
总股本(百万)	9540.8

资料来源：FactSet

股东结构

MIH TC	28.7%
Advance Data Services Limited	8.4%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	24.7%	11.7%
3-月	8.5%	3.9%
6-月	-13.6%	-7.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12月31日 (百万人民币)						
销售收入	377,289	482,064	560,118	555,781	611,886	662,553
销售成本	(209,756)	(260,532)	(314,174)	(317,132)	(349,426)	(377,039)
毛利	167,533	221,532	245,944	238,649	262,460	285,514
运营费用	(48,839)	(37,295)	25,676	(87,847)	(94,174)	(100,534)
销售费用	(21,396)	(33,758)	(40,594)	(32,235)	(36,713)	(38,428)
行政费用	(53,446)	(67,625)	(89,847)	(105,598)	(110,139)	(115,947)
其他	26,003	64,088	156,117	49,987	52,678	53,840
运营利润	118,694	184,237	271,620	150,802	168,285	184,979
应占联营公司的(亏损)/溢利	(1,681)	3,672	(16,444)	(17,025)	(3,405)	(1,362)
利息收入	6,314	6,957	6,650	8,136	9,572	9,441
利息支出	(7,613)	(7,887)	(7,114)	(7,797)	(6,356)	(6,424)
税前利润	109,400	180,022	248,062	125,980	158,524	177,193
所得税	(13,512)	(19,897)	(20,252)	(20,157)	(23,779)	(26,579)
税后利润	95,888	160,125	227,810	105,823	134,746	150,614
非控股权益	(2,578)	(278)	(2,988)	(529)	(674)	(753)
净利润	93,310	159,847	224,822	105,294	134,072	149,861
调整后净利润	94,351	122,742	123,788	116,501	132,904	149,933
总股息	9,880	12,653	12,704	6,842	8,712	9,738
资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12月31日 (百万人民币)						
流动资产	253,968	317,647	484,812	469,588	597,249	709,123
现金与现金等价物	132,991	152,798	167,966	269,276	334,434	448,331
应收账款	35,839	44,981	49,331	45,387	48,470	50,909
存货	718	814	1,063	1,786	1,868	1,922
预付款项	27,840	40,321	65,390	36,356	72,300	41,823
短期银行存款	46,911	68,487	83,813	102,194	124,157	150,307
以公允价值计入损益的资产	7,114	6,593	10,573	11,102	11,657	12,240
其他流动资产	2,555	3,653	106,676	3,487	4,363	3,592
非流动资产	700,018	1,015,778	1,127,552	1,167,101	1,231,820	1,276,596
物业及厂房及设备(净额)	46,824	59,843	61,914	74,212	84,886	94,066
递延税项	18,209	21,348	26,068	19,538	30,672	23,696
合资及联营公司投资	221,894	305,258	323,188	338,245	353,790	369,811
无形资产	128,860	159,437	171,376	194,883	215,950	236,246
以公允价值计入损益的资产	128,822	165,944	192,184	192,184	192,184	192,184
其他非流动资产	155,409	303,948	352,822	348,039	354,339	360,595
总资产	953,986	1,333,425	1,612,364	1,636,689	1,829,069	1,985,719
流动负债	240,156	269,079	403,098	302,201	354,656	358,088
短期债务	33,229	14,242	19,003	16,989	18,719	20,199
应付账款	80,690	94,030	109,470	96,870	128,208	112,228
应付税款	9,733	12,134	12,506	14,185	15,317	16,197
其他流动负债	113,225	144,851	256,673	168,711	186,965	204,019
Lease liabilities	3,279	3,822	5,446	5,446	5,446	5,446
非流动负债	225,006	286,303	332,573	360,921	377,497	392,839
长期债务	104,257	112,145	136,936	139,423	140,182	140,411
应付公司债	83,327	122,057	145,590	156,509	162,378	165,423
递延收入	7,334	6,678	4,526	12,685	13,977	15,082
其他非流动负债	30,088	45,423	45,521	52,304	60,960	71,924
总负债	465,162	555,382	735,671	663,122	732,153	750,928
留存收益	384,651	538,464	669,911	766,255	888,931	1,026,054
其他储备	48,055	165,520	136,388	136,388	136,388	136,388
股东权益总额	432,706	703,984	806,299	902,643	1,025,319	1,162,442
少数股东权益	56,118	74,059	70,394	70,923	71,597	72,350
总负债和股东权益	953,986	1,333,425	1,612,364	1,636,689	1,829,069	1,985,719

现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	109,400	180,022	248,062	125,980	158,524	177,193
折旧摊销	41,528	50,774	56,818	60,230	69,823	78,299
税款	(13,512)	(19,897)	(20,252)	(20,157)	(23,779)	(26,579)
营运资金变化	15,330	27,423	(2,844)	34,143	10,483	29,058
其他	(4,156)	(44,203)	(106,598)	0	0	0
净经营现金流	148,590	194,119	175,186	200,196	215,052	257,970
投资现金流						
资本开支	(32,369)	(33,906)	(34,931)	(33,968)	(36,649)	(38,890)
收购与投资	(68,512)	(108,665)	(117,642)	(21,915)	(56,372)	(41,262)
处理短期投资所得现金	16,411	15,376	0	0	0	0
其他	(31,700)	(54,760)	(25,976)	(62,066)	(64,915)	(68,885)
净投资现金流	(116,170)	(181,955)	(178,549)	(117,949)	(157,936)	(149,037)
融资现金流						
净借贷	22,961	44,490	45,239	19,854	18,146	16,597
发行股票所得现金	272	1,716	0	0	0	0
其他	(21,561)	(32,559)	(23,619)	(791)	(10,104)	(11,634)
净融资现金流	1,672	13,647	21,620	19,063	8,042	4,963
净现金流变动						
年初现金	97,814	132,991	152,798	167,966	269,276	334,434
汇率变动	1,085	(6,004)	(3,089)	0	0	0
年末现金	132,991	152,798	167,966	269,276	334,434	448,331
增长率						
年结 12 月 31 日						
销售收入	20.7%	27.8%	16.2%	(0.8%)	10.1%	8.3%
毛利润	17.9%	32.2%	11.0%	(3.0%)	10.0%	8.8%
经营利润	21.6%	55.2%	47.4%	(44.5%)	11.6%	9.9%
净利润	18.5%	71.3%	40.6%	(53.2%)	27.3%	11.8%
调整后净利润	21.8%	30.1%	0.9%	(5.9%)	14.1%	12.8%
盈利能力比率						
年结 12 月 31 日						
毛利率	44.4%	46.0%	43.9%	42.9%	42.9%	43.1%
营业利润率	31.5%	38.2%	48.5%	27.1%	27.5%	27.9%
调整后净利润率	25.0%	25.5%	22.1%	21.0%	21.7%	22.6%
股本回报率	24.7%	28.1%	29.8%	12.3%	13.9%	13.7%
资产负债比率						
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	0.2	0.1	0.2	0.0	(0.0)	(0.1)
流动比率 (倍)	1.1	1.2	1.2	1.6	1.7	2.0
应收账款周转天数	34.7	34.1	32.1	29.8	28.9	28.0
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	(140.4)	(131.7)	(127.2)	(111.5)	(133.9)	(108.6)
估值指标						
年结 12 月 31 日						
市盈率	30.2	24.4	19.1	24.3	19.1	17.1
市盈率 (摊薄)	30.6	24.8	19.4	24.6	19.3	17.3
市帐率	6.5	5.5	5.3	2.8	2.5	2.2
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

立讯精密 (002475 CH)

消费电子业务份额提升，汽车业务把握机遇

作为国内领先的消费电子平台型公司，立讯精密成长路径清晰，我们看好公司围绕大客户进行一体化产品覆盖，并且对新业务前瞻布局，1) 消费电子业务方面，公司系统级组装业务新产品方面表现亮眼，在大客户多个产品的份额均有望加速提升。2) 汽车业务方面，公司与奇瑞集团合作，加速 TIER 1 汽车电子产品布局，着力发展定点项目。公司目前的估值为 18.2 倍 2023 财年预测市盈率，接近过去 5 年平均市盈率低一个标准偏差，我们重申“买入”评级，目标价 52.3 元人民币，基于 30 倍 2023 年预测市盈率。

- 手机组装业务稳步推进，消费电子业务在大客户份额有望加速提升。**公司系统级手机组装业务及结构件业务进展顺利，我们预计手机组装大客户新案子落地后将加速推进，在大客户明年推出的新机型中将有较大份额提升。公司多年来精耕消费电子垂直一体化布局，精密制造与系统级组装业务并重，为客户提供完整的综合解决方案。我们预计公司在大客户手表和声学产品的产品升级换新趋势中将显著受益；TOP MODULE 产品方面也有更高的份额渗透潜力，同时公司在大客户其他产品的金属结构件业务中积极拓展。
- 把握汽车电子时代机遇，产品布局广泛，与奇瑞合作加速推进业务拓展。**立讯精密从 2011 年开始布局汽车电子业务，公司已经形成汽车线束(整车、特种、充电枪等)、连接器(高压、低压、高速等)、智能新能源(PDU、BDU、逆变器)、智能座舱/控制(域控制器、信息娱乐系统、多媒体仪表)等多条产品线，从零件、模块到系统级解决方案，已经形成全面布局，为公司在未来三个五年内实现成为全球汽车零部件 Tier 1 领导厂商的中长期目标打下了坚实基础。公司与奇瑞成立合资公司，旨在加速 Tier 1 布局，我们预计公司的 Tier 1 项目将在 2023/24 年进入收获阶段，为公司贡献增量。
- 全球化产能布局，有备无患，稳步推进。**立讯精密从 2017 年开始准备海外产能扩张，建设越南工厂以积极应对中美贸易战等地缘因素的影响。目前公司在越南有完整成熟的产能布局，覆盖零部件及系统级组装业务，能够满足客户需求。公司目前在印度的产能布局稳步推进，印度市场的产业生态及商业制度具有特色，公司将视客户订单需求做综合衡量进行产能转移。
- 估值具有吸引力，维持买入评级。**公司将在消费电子领域抓住机遇，不断扩大市场份额，通讯、数据中心、工业和汽车电子业务也将成为公司未来两年成长新动力。公司目前的估值为 18.2 倍 2023 财年预测市盈率，接近过去 5 年平均市盈率低一个标准偏差，我们的目标价为 52.3 元人民币，基于 30 倍 2023 年预测市盈率。潜在催化剂：1) 大客户手机份额提升，2) 大客户手表/声学新产品份额提升、销量上升，3) 汽车电子业务进展。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入(百万元人民币)	92,501	153,946	198,768	234,917	267,788
同比增长(%)	48.0	66.4	29.1	18.2	14.0
净收入(百万元人民币)	7225.5	7,070.5	9,998.0	12,348.4	14,711.2
每股盈利(元人民币)	1.03	1.00	1.41	1.74	2.08
每股盈利变动(%)	17.1	-2.8	40.7	23.5	19.1
市场预测每股盈利(元人民币)	不适用	不适用	1.39	1.85	2.26
市盈率(倍)	30.7	31.6	22.4	18.2	15.2
市帐率(倍)	7.2	4.9	4.1	3.4	2.8
股息率(%)	0.3	0.0	0.5	0.6	0.7
权益收益率(%)	23.4	15.4	18.2	18.6	18.5
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	RMB52.3
(此前目标价)	RMB52.3)
潜在升幅	+65.3%
当前股价	RMB31.6

中国科技行业

伍力恒

(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

刘梦楠

claudialiu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	226,802
3月平均流通量(百万港元)	1,924.12
52周内股价高/低(港元)	51.32/25.61
总股本(百万)	7,099

资料来源：彭博

股东结构

立讯有限公司	38.5%
香港中央结算有限公司	7.8%
中欧基金管理有限公司	1.6%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.2%	-6.4%
3-月	-12.8%	-11.1%
6-月	-10.2%	-4.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

财务分析

利润表

	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入	92,501	153,946	198,768	234,917	267,788
销售成本	75,770	135,048	173,393	204,386	232,320
毛利	16,731	18,898	25,375	30,532	35,468
营运支出	8,563	10,730	14,159	16,869	19,345
销售费用	477	790	1,020	1,205	1,374
财务费用	905	555	610	671	738
研发费用	5,745	6,642	8,576	10,136	11,554
管理费用	(5,745)	3,742	4,770	5,638	6,427
其它运营费用	7,182	(998)	(818)	(781)	(749)
息税前收益	8,168	8,167	11,216	13,663	16,123
特殊项目	(32)	(25)	(25)	(25)	(25)
税前利润	8,136	8,143	11,191	13,638	16,098
所得税	645	322	443	540	637
减：非控制股东权益	266	750	750	750	750
净利润	7,225	7,071	9,998	12,348	14,711

现金流量表

	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
息税前收益	7,491	7,821	10,748	13,098	15,461
折旧和摊销	2,427	5,132	5,092	5,328	5,535
运营资金变动	(2,637)	(6,166)	(641)	(2,200)	(447)
其它	(408)	498	610	671	
经营活动所得现金流	6,873	7,285	15,809	16,898	21,288
资本开支	7,502	12,567	7,000	7,000	7,000
其它	(16,650)	(20,947)	(14,000)	(14,000)	(14,000)
投资活动所得现金净额	(9,148)	(8,380)	(7,000)	(7,000)	(7,000)
股份发行	1,610	2,387	-	-	-
股息	1,066	1,400	1,521	1,840	2,096
其它	4,110	(4,177)	(2,652)	(3,351)	(3,930)
融资活动所得现金净额	6,786	(390)	(1,131)	(1,511)	(1,834)
现金增加净额	4,512	(1,485)	7,678	8,386	12,454
年初现金及现金等价物	6,147	10,465	8,922	16,600	24,986
汇兑	(195)	(58)			
年末现金及现金等价物	10,465	8,922	16,600	24,986	37,440

资产负债表

	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流动资产	26,617	48,263	50,171	51,843	53,308
固定资产	19,761	34,113	36,021	37,693	39,158
预付税款	356	891	891	891	891
其它非流动资产	6,500	13,259	13,259	13,259	13,259
流动资产	43,396	72,309	78,170	107,011	115,895
现金及现金等价物	10,528	14,205	21,883	30,269	42,723
应收账款	14,100	31,931	28,118	42,740	37,947
预付款	184	406	406	406	406
存货	13,211	20,901	22,897	28,729	29,953
其它流动资产	5,373	4,867	4,867	4,867	4,867
流动负债	33,593	64,831	63,373	82,627	79,610
递延收入					
应付税款	237	616	616	616	616
应付账款	23,180	45,651	43,193	61,447	57,430
其他流动负债	10,175	18,564	19,564	20,564	21,564
非流动负债	5,513	9,959	9,959	9,959	9,959
递延税费	966	1,272	1,272	1,272	1,272
递延收入	425	539	539	539	539
其他	4122	8148	8148	8148	8148
少数股东权益	2,805	10,494	10,494	10,494	10,494
净资产总额	30,907	45,783	55,010	66,269	79,634
股东权益	30,907	45,783	55,010	66,269	79,634

主要比率

	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合 (%)					
电脑互联产品	4	5	6	5	5
汽车互联产品	3	3	3	3	4
通讯互联产品	2	2	3	4	5
消费性电子	88	87	86	85	83
其他业务	2	3	3	3	3
盈利能力比率					
毛利率	18.1	12.3	12.8	13.0	13.2
税前利率	8.8	5.3	5.6	5.8	6.0
净利润率	7.8	4.6	5.0	5.3	5.5
资产负债比率					
流动比率 (X)	1.3	1.1	1.2	1.3	1.5
净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
平均应收账款周转天数	54	55	55	55	55
平均存货周转天数	50	46	46	46	46
平均应付款周转天数	98	93	93	93	93
回报率 (%)					
资本回报率	23.4	15.4	18.2	18.6	18.5
资产回报率	10.3	5.9	7.8	7.8	8.7
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	1.03	1.00	1.41	1.74	2.08
每股股息(人民币)	0.11	0.00	0.15	0.19	0.23
每股账面价值(人民币)	4.42	6.49	7.76	9.35	11.24

资料来源：公司及招银国际全球市场预测

闻泰科技 (600745 CH)

科技自主可控趋势下，凸显闻泰半导体业务稀缺性和高价值

通过近年来的兼并收购，闻泰科技已转型为集半导体（设计、制造、封装）、光学模组、智能终端组装业务为一体的多元化公司。受益于下游旺盛需求和供给紧缺的市场行情，公司半导体业务业绩亮眼，2021年/2022年前三季度该部门营收同比增速为39.5%和17%。同时，半导体业务毛利率从2020年的27.2%增至2022年第三季度的44.0%。闻泰科技是国内少有的半导体产业垂直一体化的公司，在当前国内半导体自主可控的趋势下，凸显该业务的稀缺性和价值。目前公司估值处于历史低位，重申买入评级，目标价为88.6元人民币。

- 公司三季度业绩确认半导体业务的韧性。** 三季度，半导体业务保持强劲增长势头，收入同比增长26.1%、环比增长8.3%，至43亿元人民币。半导体收入主要来自于汽车和工业市场（共计75%，其中汽车占2/3，工业占1/3）。公司半导体生产线均以车规为标准。目前公司产能仍然较紧张，未来收入增长驱动力为产能扩充和产品的升级迭代等。
- 智能终端组装业务未来将会和半导体、光学模组形成协同效应。** 公司组装业务的收入主要来自于手机市场。虽然今年手机市场需求疲弱（全球手机出货量在2022年前10月同比下降10.7%），但是闻泰科技组装业务收入同比仅下降1%，毛利率和2021年持平，主要由于公司积极拓展高毛利客户和产品，提升管理效率。非手机业务仍在新项目拓展期，因尚未量产，组装业务的利润目前主要来自于手机市场。未来随着非手机业务的上量，组装业务产品结构将会更加多元化，并会和半导体、光学模组业务形成协同效应。
- 光学业务已实现盈利。** 光学业务于2021年5月收购，仍处于转型中。虽然收购时间不长，但该业务已于今年二季度实现盈亏平衡。目前该部门收入为单一客户来源，未来随着其他客户的项目推进，预期将会切入笔电、汽车等领域。
- NWF 股权退出命令将加速国产半导体自主可控趋势，凸显闻泰科技已有的半导体垂直一体化业务的稀缺性和高价值。** 近期，英国政府命令闻泰科技从NWF晶圆厂的股权退出，该命令预期对公司的影响微乎其微。前三季度NWF晶圆厂贡献收入3.18亿元，仅占总销售额的不到1%。从当前国际政治形势上看，未来中国想进行海外半导体资产并购的可能性很小。随着全球半导体产业链本土化趋势的加剧，我们认为本次事件更凸显闻泰科技目前已有的半导体业务的价值。
- 重申买入评级，目标价88.6元人民币，基于25倍2023年PE。** 目前闻泰科技估值处于历史低位，为16.0倍2023年PE。股价上行催化剂：1) 12英寸工厂提前达到盈亏平衡，2) 组装和光学模组业务新项目开始量产。下行风险：1) 海外通胀压力，全球经济衰退风险，2) 功率半导体供应紧张大幅缓解。

财务资料

(截至12月31日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入(百万元人民币)	51,707	52,729	56,400	70,609	88,943
同比增长(%)	24.4%	2.0%	7.0%	25.2%	26.0%
毛利率(%)	14.7%	16.2%	18.9%	19.0%	19.2%
净收入(百万元人民币)	2,415	2,612	2,926	4,416	5,892
每股盈利(元人民币)	2.06	2.11	2.35	3.54	4.73
同比增长(%)	17.0%	2.4%	11.3%	50.9%	33.4%
市场预测每股盈利(元人民币)	NA	NA	2.83	4.01	4.92
市盈率(倍)	27.6	26.9	24.2	16.0	12.0
股息收益率(%)	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%
权益收益率(%)	8.3%	7.7%	7.9%	10.6%	12.3%
净负债比率(%)	8.6%	净现金	5.6%	9.2%	9.4%

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	RMB88.6
(此前目标价)	RMB88.6
潜在升幅	+56.0%
当前股价	RMB56.8

中国科技行业

杨天薇博士

(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

伍力恒

(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万元人民币)	70,792
3月平均流通量(百万元)	1,238.48
52周股价高/低(元人民币)	143.88/43.45
总股本(百万)	1,246.3

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.3%	4.5%
3-月	-6.2%	-5.3%
6-月	-15.6%	-15.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：众华会计师事务所

财务分析

利润表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入	51,707	52,729	56,400	70,609	88,943
销售成本	(44,105)	(44,200)	(45,736)	(57,177)	(71,826)
毛利	7,602	8,528	10,664	13,432	17,117
销售及营销开支	(816)	(760)	(876)	(1,057)	(1,357)
行政开支	(1,288)	(2,026)	(2,030)	(2,400)	(2,845)
研发开支	(2,221)	(2,689)	(3,286)	(4,114)	(5,182)
财务费用	(852)	(382)	(268)	(731)	(893)
其他收入/(亏损)	10,101	11,437	13,370	16,315	20,152
经营(亏损)/收入	2,678	2,948	3,754	5,420	7,242
其他(亏损)/收入	(27)	24	(3)	15	7
税前(亏损)/利润	2,652	2,972	3,752	5,434	7,249
所得税(开支)/抵免	(192)	(460)	(825)	(1,018)	(1,358)
少数股东权益	44	(99)	0	0	0
净利润	2,415	2,612	2,926	4,416	5,892

现金流量表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
税前(亏损)/利润	2,460	2,513	2,926	4,416	5,892
折旧和摊销	944	934	1,318	1,713	2,151
营运资金变动	1,036	(3,720)	(5,040)	(1,696)	(584)
其他	2,175	2,022	2,555	2,372	2,905
经营活动所得现金净额	6,614	1,749	1,759	6,806	10,364
资本开支	(2,222)	(5,092)	(7,038)	(8,053)	(10,032)
其他	(992)	(853)	135	345	265
投资活动所得现金净额	(3,214)	(5,945)	(6,903)	(7,708)	(9,767)
股份发行	6,200	1,036	446	343	261
股息	(695)	(480)	(1,034)	(1,307)	(1,723)
其他	(7,505)	7,355	7,630	4,630	8,986
融资活动所得现金净额	(2,001)	7,910	7,042	3,666	7,524
现金增加净额	1,399	3,715	1,898	2,764	8,121
年初现金及现金等价物	6,437	7,659	11,250	13,231	16,077
汇兑	(178)	(123)	83	83	83
年末现金及现金等价物	7,659	11,250	13,231	16,077	24,281

资产负债表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
流动资产	24,929	30,446	35,640	42,794	55,379
现金及现金等价物	5,751	10,505	13,231	16,077	24,281
应收贸易款项	6,417	9,298	9,245	11,261	14,082
存货	6,134	6,299	9,239	11,126	12,489
其他	6,626	4,344	3,925	4,331	4,527
非流动资产	34,962	42,130	47,086	52,730	60,071
物业、厂房及设备	5,460	8,138	10,247	12,727	15,905
无形资产	3,918	4,527	4,139	3,710	3,239
商誉	22,697	22,697	22,697	22,697	22,697
其他	2,886	6,768	10,002	13,596	18,230
总资产	59,891	72,576	82,726	95,525	115,450
流动负债	21,478	23,727	28,461	34,432	45,333
借债	450	3,537	9,745	12,910	19,794
应付贸易账款	11,900	11,389	11,166	12,958	15,379
其他贸易账款	6,748	6,364	4,489	5,100	6,106
其他	2,379	2,438	3,061	3,464	4,054
非流动负债	9,338	14,332	16,476	18,542	21,412
借债	7,805	4,218	5,584	7,091	9,089
应付债券	0	7,190	7,274	7,274	7,274
其他	1,534	2,924	3,618	4,177	5,049
总负债	30,816	38,060	44,937	52,974	66,745
股本	1,245	1,246	1,246	1,246	1,246
资本公积	24,325	24,924	25,271	25,538	25,741
未分配利润	3,931	6,082	8,539	12,345	17,373
其他	(441)	1,446	1,915	2,605	3,528
少数股东权益	15	817	817	817	817
总权益	29,075	34,516	37,788	42,551	48,706
负债和权益总额	59,891	72,576	82,726	95,525	115,450

主要比率

年结: 12月31日	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合 (%)					
组装业务	80.6%	73.4%	65.6%	59.4%	53.9%
光学模组业务	0.0%	0.0%	4.4%	7.7%	9.8%
半导体业务	19.1%	26.2%	29.6%	32.9%	36.3%
其他	0.3%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%
增长率 (%)					
收入	24.4%	2.0%	7.0%	25.2%	26.0%
毛利	77.1%	12.2%	25.0%	26.0%	27.4%
经营利润	74.3%	10.1%	27.4%	44.4%	33.6%
净利润	92.7%	8.1%	12.1%	50.9%	33.4%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	14.7%	16.2%	18.9%	19.0%	19.2%
经营利润率	5.2%	5.6%	6.7%	7.7%	8.1%
净利润率	4.7%	5.0%	5.2%	6.3%	6.6%
资产负债比率					
净负债比率 (%)	8.6%	Net cash	5.6%	9.2%	9.4%
流动比率 (x)	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
平均应收账款周转天数	72	54	60	53	52
平均应付帐款周转天数	(49)	(51)	(62)	(65)	(60)
平均存货周转天数	(115)	(96)	(90)	(77)	(72)
回报率 (%)					
权益收益率	8.3%	7.7%	7.9%	10.6%	12.3%
资产收益率	4.0%	3.6%	3.5%	4.6%	5.1%
每股数据					
每股盈利(人民币)	2.06	2.11	2.35	3.54	4.73
每股股息(人民币)	0.17	0.20	0.23	0.34	0.46
每股净值(人民币)	24.78	27.23	29.67	33.49	38.43

资料来源: 公司, 招银国际环球市场预测

金蝶国际 (268 HK)

持续受益于国产化替代浪潮

根据 IDC，2021 年上半年，金蝶是中国最大的企业管理云服务供应商。信创机遇开启了国产软件的加速增长期，我们看好 ERP 系统的国产化替代，有利于金蝶渗透大型企业市场。2023 年，我们预计金蝶在中型和小微型企业市场订阅收入占比将继续提高，带来现金流改善和盈利能见度提升。在大型企业市场，我们预计金蝶将在国产替代浪潮下维持高增，但大型项目的实施费用增加可能会在短期内影响毛利率。我们认为金蝶占据 ERP 云化先发优势，是受益于软件国产化替代的优秀标的，维持买入评级，目标价 23.83 港元。

- **企业管理云服务市场的领导者。**金蝶成立于 1993 年，创立初期提供财务软件服务。1998 年，金蝶进军 ERP 领域，逐步在中国 ERP 市场占据了领先地位，尤其在中小型企业市场。2014 年，金蝶开启了从传统的软件销售到云服务模式的转型。根据 IDC，2021 年上半年，金蝶是中国最大的企业管理云服务供应商。22 财年上半年，金蝶实现收入 21.97 亿元人民币，但录得净亏损 3.56 亿元人民币。
- **中小型企业市场：云转型先驱，专注于订阅收入的提升。**金蝶的客户以中小型企业为主，云化程度较高。公司的核心 SaaS 产品云星空在中型企业的优势持续扩大，22 财年上半年，金蝶云星空的订阅 ARR 同比增长 53%，占云星空收入比重达到了 60%，营业利润率提升到 20% 以上。在小微企业市场，金蝶加强了渠道销售能力，收入同比实现了 74% 的强劲增长。金蝶将继续在中小企业市场坚持 SaaS 模式战略，专注于订阅 ARR 的提升。我们预计金蝶 22 财年全年云收入将同比增长 32% 达 36.32 亿元人民币，占总收入的比例达到 74%。
- **大型企业市场：国产化替代需求强劲，但短期可能对毛利率造成拖累。**基于信息安全的考量，软件国产化的首要对象是国企，有助于推动金蝶的头部企业标杆项目落地。22 财年上半年，金蝶针对大型企业的 ERP 产品云苍穹和云星瀚共实现收入 2.84 亿元，同比增长了 78%。短期内金蝶在大型企业市场的拓展会增加实施费用（面向大型企业的业务为项目制）和研发投入，22 财年上半年公司的研发投入同比增长 19% 达 7.95 亿元，但从盈利质量看，金蝶的研发费用资本化率持续下降至 31.3%（21 财年上半年为 34.2%），这表明公司的盈利质量有所改善。
- **软件国产替代的持续受益者，维持买入。**我们预计金蝶的收入在 21-24 财年以 19% 的复合增长率提升，但由于向大型企业市场渗透，短期内毛利率的下降和研发投入的增加可能会使净亏损有所扩大。维持买入评级，目标价 23.83 港元，基于 11 倍的 23 年 EV/sales。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入(百万元人民币)	3,356	4,174	4,906	5,931	7,091
同比增长 (%)	1%	24%	18%	21%	20%
净收入(百万元人民币)	(335)	(302)	(513)	(237)	32
每股盈利(元人民币)	-0.10	-0.09	-0.15	-0.07	0.01
同比增长 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.01.
市场预测每股盈利(元人民币)	-0.10	-0.09	-0.13	-0.07	0.02
EV / Sales (倍)	13.5	11.0	9.3	7.7	6.4
市盈率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1215.1
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益收益率 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0%
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	HK\$23.83
(此前目标价)	HK\$23.83)
潜在升幅	+44.8%
当前股价	HK\$16.46

中国软件及 IT 服务行业

颜宇翻

(852) 3916 3719

marleyngan@cmbi.com.hk

李博文

(852) 3761 8957

libowen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	57,183
3 月平均流通量(百万港元)	295.97
52 周内股价高/低(港元)	25.75/ 8.87
总股本(百万)	3,474

资料来源：彭博

股东结构

Mr. Xu - Chairman	20.25%
JPMorgan Chase & Co.	10.99%

资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	10.7%	-2.1%
3-月	19.5%	17.9%
6-月	-4.0%	3.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

财务分析

利润表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入	3,356	4,174	4,906	5,931	7,091
销售成本	(1,147)	(1,541)	(1,895)	(2,169)	(2,560)
毛利	2,209	2,634	3,011	3,761	4,530
销售及营销开支	(1,425)	(1,741)	(2,039)	(2,149)	(2,337)
行政开支	(414)	(466)	(541)	(581)	(628)
研发开支	(984)	(1,185)	(1,409)	(1,648)	(1,869)
其他收入/(亏损)	0	0	0	0	0
经营(亏损)/收入	(614)	(758)	(978)	(616)	(304)
财务开支	36	76	66	63	69
其他(亏损)/收入	195	299	326	276	272
税前(亏损)/利润	(383)	(382)	(586)	(277)	37
所得税(开支)/抵免	41	44	32	28	(4)
少数股东权益	6	36	41	12	(2)
净利润	(335)	(302)	(513)	(237)	32

现金流量表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
税前(亏损)/利润	(383)	(382)	(586)	(277)	37
折旧和摊销	493	439	447	492	547
营运资金变动	364	560	657	635	740
其他	(1)	44	(38)	(51)	(87)
经营活动所得现金净额	473	661	481	799	1,236
资本开支	(353)	(772)	(589)	(712)	(851)
其他	(1,138)	(433)	70	79	83
投资活动所得现金净额	(1,491)	(1,205)	(519)	(633)	(767)
净借贷	(80)	(120)	310	(28)	(12)
股息	(37)	0	0	0	0
股份发行	2,091	0	0	0	0
其他	(9)	(24)	0	0	0
融资活动所得现金净额	1,966	(144)	310	(28)	(12)
现金增加净额	948	(688)	272	139	457
年初现金及现金等价物	1,899	2,754	2,047	2,319	2,457
汇兑	(93)	(19)	0	0	0
年末现金及现金等价物	2,754	2,047	2,319	2,457	2,914

资产负债表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
流动资产	6,183	4,471	4,732	4,971	5,547
现金及现金等价物	2,754	2,047	2,319	2,457	2,914
短期银行存款	1,236	370	370	370	370
应收贸易款项	334	392	426	516	616
合同资产	357	323	377	352	351
合同取得成本	142	248	150	180	193
其他	1,361	1,091	1,090	1,096	1,103
非流动资产	4,539	6,616	6,758	6,977	7,281
物业、厂房及设备	746	1,045	1,086	1,144	1,220
无形资产	786	1,037	1,138	1,299	1,526
投资性物业	1,651	1,538	1,538	1,538	1,538
其他	1,356	2,995	2,995	2,995	2,995
总资产	10,722	11,087	11,490	11,948	12,827
流动负债	2,599	3,084	3,829	4,555	5,410
应付贸易账款	795	759	908	987	1,107
合同负债	1,484	2,165	2,662	3,318	4,057
借债	120	0	99	91	87
其他	200	160	160	160	160
非流动负债	165	200	411	392	384
借债	0	0	211	192	184
应付贸易账款	0	0	0	0	0
其他	165	200	200	200	200
总负债	2,764	3,284	4,241	4,948	5,794
股本	83	83	83	83	83
资本公积	5,053	5,149	5,149	5,149	5,149
未分配利润	1,922	1,619	1,106	870	901
储备	732	744	744	744	744
少数股东权益	169	207	166	154	155
总权益	7,958	7,803	7,249	7,000	7,033
负债和权益总额	10,722	11,087	11,490	11,948	12,827

主要比率

年结: 12月31日	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合 (%)					
云服务业务	57%	66%	74%	80%	84%
云苍穹&云星瀚	6%	9%	13%	15%	16%
云星空	34%	34%	33%	33%	33%
其他	17%	23%	28%	32%	34%
企业资源管理计划业务及其他	43%	34%	26%	20%	16%
软件许可销售	13%	11%	8%	6%	5%
实施和运维	30%	23%	18%	14%	11%
增长率 (%)					
收入	1%	24%	18%	21%	20%
经营利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
盈利能力比率 (%)					
毛利率	66%	63%	61%	63%	64%
经营利润率	-18%	-18%	-20%	-10%	-4%
净利润率	-10%	-7%	-10%	-4%	0%
资产负债比率					
平均应收账款周转天数	35	32	32	32	32
平均应付帐款周转天数	224	184	175	166	158
流动比率 (x)	2.38	1.45	1.24	1.09	1.03
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
自由现金流比率	4%	-3%	-2%	1%	5%
权益收益率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0%
每股数据					
每股盈利(人民币)	-0.10	-0.09	-0.15	-0.07	0.01
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净值(人民币)	2.40	2.38	2.09	2.02	2.03

资料来源: 公司, 招银国际环球市场预

百济神州 (BGNE US)

泽布替尼治疗 r/r CLL 在 PFS 方面的优效性进一步验证了其同类最佳的潜力

- 泽布替尼进一步验证其同类最佳潜力。** 泽布替尼在针对 r/r CLL/SLL 的全球 3 期头对头 ALPINE 试验的终期分析中，相对于伊布替尼达到 IRC 及研究者评估的无进展生存期 (PFS) 优效性 (HR=0.65, P=0.0024)；泽布替尼治疗组中位 PFS 暂未达到，对比伊布替尼治疗组的 35.0 个月。泽布替尼和伊布替尼治疗组 24 个月 PFS 比例分别为 80% 和 67%。安全性方面，终期结果和既往公布数据一致，泽布替尼总体耐受性良好，在心脏功能相关的安全性方面展现出优势，房颤/房扑发生率为 5.2%，远低于伊布替尼的 13.3%。泽布替尼是唯一相对于伊布替尼既展现出 PFS 优效性，又具有更好安全性的 BTK 抑制剂，具有同类最佳的潜力。基于 ALPINE 以及 SEQUOIA (1L CLL/SLL 三期) 的上市申请在欧盟已获批准，在美国的上市申请正在 FDA 审评当中，预期将于明年 1 月获批。ALPINE 试验中 77% 的病人来自欧美，满足 FDA 对于临床试验具有人群代表性的要求。虽然相关适应症尚未在美国获批上市，但最近更新的 NCCN 指南 2023 版已将泽布替尼用于一线及复发型 CLL/SLL 治疗的推荐由 2A 级提升为 1 级，这一更新将有助于泽布替尼在大适应症获批之后进一步提升其海内外市场份额。
- 替雷利珠单抗持续推进国内外商业化进程。** 替雷利珠单抗 5 项适应症已纳入医保，2022 年底/2023 年初将有 4 项新增适应症 (1L NPC、2L ESCC、2L NSCLC 和 MSI-H/dMMR 实体瘤) 进入医保，我们预计其所涉及的降价幅度不大。此外，1L GC 和 1L ESCC 的上市申请目前正在 CDE 的审评当中，预计 1H23E 获批上市。在海外，除 2L ESCC 正在美国 FDA 审批中，2023 年诺华和百济将在美国进一步递交替雷利珠单抗 1L GC、1L ESCC 和 1L HCC 的上市申请。我们认为对应的临床试验 NCT03777657、NCT03783442 和 NCT03412773 均有入组美国患者，均能代表美国病人，满足 FDA 对 MRCT 的要求，具有较大的获批可能性。
- 核心产品持续保持强劲销售趋势。** 公司 3Q 产品收入达 3.495 亿美元，同比+82%，环比+15%，延续 2Q +16% 的高速环比增长率。其中，3Q 泽布替尼销售额为 1.555 亿美元，同比+136%，环比+21% (延续 2Q +23% 的环比增长)，主要得益于境外处方数量的持续增长。替雷利珠单抗销售额为 1.282 亿美元，同比+67%，环比+22% (延续 2Q +20% 的环比增长)，主要得益于医保报销范围扩大后市场渗透率和市场份额的持续提升。在销售方面保持高速增长的同时，公司销售和管理费用得以持续优化，3Q 相关费用率降低至 92% (2Q22 109%，1Q22 113%，21 年全年 156%，均相较于产品收入而言)。截至 3Q 末，公司在手现金 51 亿美元。
- 维持买入。** 我们看好公司泽布替尼大适应症获批后在海外市场的进一步放量，以及公司核心产品市场份额的进一步提升。基于 DCF 模型 (WACC 9.20%、永续增长率 3%)，我们的目标价为 255.56 美元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入(百万美元)	309	1,176	1,491	2,364	3,267
净利润(百万美元)	(1,600.5)	(1,413.4)	(2,110.3)	(1,344.3)	(673.7)
每股收益(美元)	(19.13)	(15.23)	(20.34)	(12.96)	(6.49)
市场平均预估每股收益(美元)	na	na	(12.73)	(9.42)	(6.05)
研发费用(百万美元)	(1,295)	(1,459)	(1,678)	(1,879)	(1,973)
资本开支(百万美元)	(118)	(263)	(320)	(100)	(100)

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	US\$255.56
(此前目标价)	US\$253.13)
潜在升幅	22.6%
当前股价	US\$209.24

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

王银朋

(852) 3657 6288
andywang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	23,840
3 月平均流通量(百万美元)	45.94
52 周内股价高/低(百万美元)	286.06/118.18
总股本(百万)	104

资料来源：彭博

股东结构

Amgen	18.3%
Baker Bros	11.3%

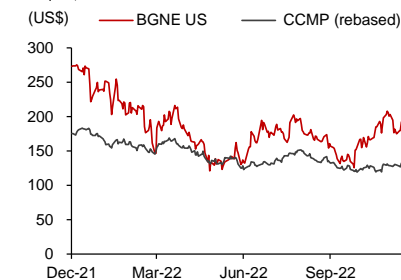
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	3.1%	3.3%
3-月	35.6%	42.3%
6-月	58.5%	53.6%

资料来源：彭博

12 个月股份表现



资料来源：彭博

相关报告:

Strong sales momentum maintained in 3Q22 ([link](#))

Superior PFS vs ibrutinib in r/r CLL further supports the best-in-class potential of zanubrutinib ([link](#))

Strong sales continued in 2Q22 ([link](#))

Positive on the US BLA approval of tislelizumab despite the deferral ([link](#))

Harvest season for a global leading biopharma company ([link](#))

财务分析

损益表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
销售收入	428	309	1,176	1,491	2,364	3,267
销售成本	(71)	(71)	(165)	(303)	(465)	(646)
毛利润	(71)	238	1,011	1,188	1,898	2,621
运营费用	(1,317)	(1,896)	(2,450)	(2,996)	(3,263)	(3,399)
销售	(388)	(600)	(990)	(1,317)	(1,383)	(1,424)
研发费用	(927)	(1,295)	(1,459)	(1,678)	(1,879)	(1,973)
其他	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收入	16	39	0	(302)	20	104
税前利润	(1,372)	(1,618)	(1,439)	(2,110)	(1,344)	(674)
所得税	(7)	18	25	0	0	0
非控股权益	(2)	(4)	0	0	0	0
净利润	(1,379)	(1,601)	(1,413)	(2,110)	(1,344)	(674)
调整后净利润	(1,377)	(1,597)	(1,413)	(2,110)	(1,344)	(674)
资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
流动资产	1,173	4,961	7,614	5,428	4,231	3,727
现金与现金等价物	618	1,382	4,376	3,875	2,389	2,064
应收账款	71	60	483	292	453	638
存货	29	89	243	249	376	513
以公允价值计入损益的资产	365	3,269	2,242	742	742	242
其他流动资产	91	160	271	270	270	270
非流动资产	440	640	1,032	1,278	1,308	1,336
物业及厂房及设备 (净额)	242	358	588	840	871	899
递延税项	38	66	110	110	110	110
无形资产	6	5	47	47	47	47
其他非流动资产	153	211	287	280	280	280
总资产	1,612	5,601	8,646	6,706	5,539	5,063
流动负债	310	1,075	1,600	1,670	1,847	2,045
短期债务	0	335	428	428	428	428
应付账款	122	232	262	333	510	708
应付税款	13	20	21	21	21	21
其他流动负债	174	488	888	888	888	888
非流动负债	166	656	803	903	903	903
长期债务	83	184	202	302	302	302
递延收入	0	0	220	220	220	220
其他非流动负债	83	473	381	381	381	381
总负债	477	1,732	2,403	2,573	2,751	2,949
股本	2,926	7,415	11,191	11,191	11,191	11,191
留存收益	(1,956)	(3,553)	(4,966)	(7,076)	(8,421)	(9,094)
其他储备	(8)	7	18	18	18	18
股东权益总额	962	3,869	6,243	4,133	2,788	2,115
少数股东权益	16	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	1,612	5,601	8,646	6,706	5,539	5,063

现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
经营现金流						
税前利润	(1,372)	(1,618)	(1,439)	(2,110)	(1,344)	(674)
折旧摊销	19	32	46	67	70	72
税款	(7)	18	25	0	0	0
其他	182	285	68	455	(111)	(124)
净经营现金流	(1,178)	(1,283)	(1,299)	(1,588)	(1,386)	(725)
投资现金流						
资本开支	(90)	(118)	(263)	(320)	(100)	(100)
收购与投资	(1,169)	(5,690)	(2,191)	0	0	0
处理短期投资所得现金	1,882	2,751	3,147	1,500	0	500
其他	(69)	(112)	(52)	0	0	0
净投资现金流	554	(3,168)	641	1,180	(100)	400
融资现金流						
净借贷	67	434	423	300	0	0
发行股票所得现金	0	4,232	3,443	0	0	0
其他	18	537	(229)	(200)	0	0
净融资现金流	86	5,203	3,637	100	0	0
净现金流变动						
年初现金	741	621	1,390	4,383	3,875	2,389
汇率变动	(10)	18	14	(200)	0	0
年末现金	193	1,390	4,383	3,875	2,389	2,064
增长率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
销售收入	na	(27.9%)	280.8%	26.8%	58.5%	38.2%
毛利润	na	na	324.6%	17.4%	59.9%	38.1%
盈利能力比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
毛利率	(16.6%)	77.1%	86.0%	79.6%	80.3%	80.2%
调整后净利润率	(321.5%)	(517.0%)	(120.2%)	(141.5%)	(56.9%)	(20.6%)
股本回报率	na	(66.3%)	(28.0%)	(40.7%)	(38.8%)	(27.5%)
资产负债比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.8)	(1.1)	(1.0)	(0.9)	(0.9)	(0.7)
流动比率 (倍)	3.8	4.6	4.8	3.3	2.3	1.8
应收账款周转天数	47.7	77.6	84.3	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	114.8	304.4	367.3	300.0	295.0	290.0
应付账款周转天数	604.4	915.5	547.1	400.0	400.0	400.0
估值指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
市帐率	112.0	58.3	64.1	63.1	93.5	123.3

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

药明生物 (2269 HK)

国内最大生物药 CDMO 迎来买入良机

药明生物是中国最大、世界排名前列（以收入计）的生物药 CDMO，可为全球客户提供一站式的生物药发现、开发和生产服务，服务能力覆盖单抗、双抗、抗体偶联药物、合成蛋白、疫苗等所有主要生物药类型。截至 2022 年 6 月 30 日，公司的管线项目数量达到 534 个，包括 29 个临床三期和 14 个商业化项目。药明生物深度参与全球抗击新冠的药物研发。截至 2022 年 6 月 30 日，已签约 6 个新冠疫苗的生产合同，并预计新冠相关项目在 2022 年贡献约 30 亿元人民币收入。更重要的是，药明生物通过赋能客户的新冠相关项目进一步获得全球客户的认可，非新冠项目的收入依然维持高速增长，2022 年上半年的非新冠收入同比增长 73%（新冠收入同比增长 46%）。截至 2022 年 6 月 30 日，药明生物的未完成订单金额约 185 亿美元，为未来收入的增长提供强劲保障。

■ **CMO（商业化）和临床晚期业务继续快速增长。**截至 2022 年 6 月 30 日，药明生物管线内共有 29 个临床三期和 14 个商业化阶段，合计贡献收入 31 亿元人民币，同比增长 64%，占总收入的 44%。公司的“赢得分子”战略继续取得成效，2022 年上半年从外部导入 5 个项目（包括一个临床三期），并正在与客户商讨超过 10 个临床三期/CMO 项目的导入事项。为了满足公司日益增加的商业化和临床晚期项目的需求，药明生物持续扩张自身产能，位于石家庄的原液八场（MFG8）在 2022 年 10 月份投产，公司预计 2022 年底的总产能将超过 26 万升，2026 年达到约 58.8 万升。

■ **地缘政治影响趋于下降。**药明生物的无锡工厂于 2022 年 10 月初正式从 UVL 名单中剔除，上海工厂也已在 10 月底完成美国商务部的最终用户访问，向着从 UVL 中全面剔除迈出另一重要一步。我们认为药明生物的 UVL 相关风险已经基本解除，公司将完全回到正常的经营状态。此外，药明生物在 2022 年 7 月份宣布未来 10 年投资 14 亿美元在新加坡建设一体化研发生产基地，将进一步补充公司现有的覆盖中国、美国和欧洲的全球研发生产网络，能够更好的满足多样化的全球客户需求和进一步降低地缘政治影响。

■ **适合布局的估值水平。**中国 CXO 行业的股价在 2021 年 6 月份后就一直处在下降通道中，其中，药明生物的 1 年远期 PE 现已处在历史最低位，相对国外 CXO 行业的平均估值溢价倍数也下降至历史最低点。

■ **维持买入评级。**基于公司不断增加的 CMO 项目和庞大的在手订单量，我们预计药明生物在 FY22E/ 23E/ 24E 的收入同比分别增长 48%/ 39%/ 37%，经调整净利润同比分别增长 50%/ 37%/ 34%。我们给予药明生物 120.39 港元的目标价（WACC：10.17%、永续增长率：4.00%）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入(百万元人民币)	5,612	10,290	15,187	21,059	28,820
同比增长(%)	40.9	83.3	47.6	38.7	36.9
调整后归母净利润(百万元人民币)	1,722	3,316	4,963	6,822	9,168
调整后每股收益(人民币)	0.44	0.79	1.16	1.60	2.15
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	1.13	1.52	2.04
市盈率(倍)	109.6	114.4	47.0	35.3	26.9
权益收益率(%)	10.2	13.3	13.5	15.7	17.5
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	HK\$120.39
(此前目标价)	HK\$120.39)
潜在升幅	+118.7%
当前股价	HK\$55.05

中国医药行业

武煜, CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	231,573
3月平均流通量(百万港元)	1,719
52周内股价高/低(港元)	105.70/35.00
总股本(百万)	4,222

资料来源：彭博

股东结构

WuXi Biologics Holdings	15.3%
JP Morgan	7.5%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	18.7%	1.0%
3-月	-11.8%	-14.5%
6-月	-20.5%	-10.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

12月31日 (百万元人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入	5,612	10,290	15,187	21,059	28,820
临床前服务	2,800	3,392	5,261	6,998	9,307
临床服务	1,470	1,603	2,198	2,857	3,800
商业化	1,255	4,931	7,355	10,665	14,930
其他	87	365	372	540	783
销售成本	(3,079)	(5,461)	(8,502)	(11,899)	(16,572)
毛利	2,533	4,829	6,685	9,161	12,249
其他收入	220	197	302	190	190
销售及营销费用	(94)	(125)	(163)	(211)	(288)
管理费用	(511)	(876)	(1,198)	(1,622)	(2,190)
研发费用	(304)	(502)	(670)	(842)	(1,124)
营业利润	1,844	3,523	4,955	6,676	8,836
财务费用	(43)	(39)	(45)	(86)	(86)
其他收入及支出	283	666	410	400	400
减值损失	(121)	(157)	(71)	0	0
除税前利润	1,966	3,993	5,249	6,990	9,150
所得税	(273)	(485)	(634)	(844)	(1,104)
少数股东损益	(4)	(120)	(146)	(184)	(241)
归母净利润	1,689	3,388	4,469	5,962	7,804
调整后归母净利润	1,722	3,316	4,963	6,822	9,168

现金流量表

12月31日 (百万元人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
除税前利润	1,966	3,993	5,249	6,990	9,150
折旧及摊销	304	482	793	975	1,168
营运资金变动	(367)	(963)	97	(1,252)	(1,538)
其他经营性活动	(21)	(80)	(606)	(758)	(1,019)
经营性净现金流	1,881	3,431	5,533	5,955	7,762
资本支出	(6,025)	(6,508)	(5,500)	(6,500)	(6,500)
收购支出	(6)	(2,535)	0	0	0
其他投资活动	(1,186)	(559)	18	0	0
投资性净现金流	(7,216)	(9,602)	(5,482)	(6,500)	(6,500)
发行股份所得款项	5,585	10,978	0	0	0
银行借款所得款项	870	(53)	0	0	0
支付分红及利息	(83)	(83)	(45)	(86)	(86)
其他融资性活动	193	(2,632)	(663)	0	0
融资性净现金流	6,566	8,209	(708)	(86)	(86)
外汇变动	(340)	(132)	0	0	0
现金的净变动	890	1,908	(658)	(631)	1,176
年初现金	6,205	7,096	9,003	8,346	7,715
年末现金	7,096	9,003	8,346	7,715	8,891

资产负债表

12月31日 (百万元人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流动资产	14,759	24,503	29,210	34,735	40,067
固定资产	11,996	18,065	22,849	28,452	33,861
无形资产	392	601	553	505	458
按公允价值计量且变动计入其他全面损益的股权工具	127	94	94	94	94
按公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	759	1,356	1,356	1,356	1,356
其他非流动资产	1,485	4,386	4,357	4,327	4,298
流动资产	14,204	19,530	20,435	23,197	28,855
现金	7,096	9,003	8,346	7,715	8,891
存货	1,084	1,687	2,096	2,934	4,086
应收账款	3,242	4,857	5,852	7,942	10,631
合同成本	392	1,005	1,165	1,630	2,270
其他流动资产	2,390	2,976	2,976	2,976	2,976
流动负债	4,498	8,256	9,915	12,056	15,000
借款	767	2,122	2,122	2,122	2,122
应付账款	2,729	3,698	5,357	7,498	10,442
其他流动负债	1,003	2,436	2,436	2,436	2,436
非流动负债	3,566	3,071	3,071	3,071	3,071
借款	1,838	641	641	641	641
其他非流动负债	1,728	2,430	2,430	2,430	2,430
净资产	20,899	32,706	36,659	42,805	50,851
少数股东权益	335	428	574	758	999
股东权益	20,564	32,279	36,085	42,047	49,852

主要比率

12月31日	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入拆分 (%)					
临床前服务	49.9	33.0	34.6	33.2	32.3
临床服务	26.2	15.6	14.5	13.6	13.2
商业化	22.4	47.9	48.4	50.6	51.8
其他	1.6	3.5	2.5	2.6	2.7
总收入	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
利润表比率 (%)					
毛利率	45.1	46.9	44.0	43.5	42.5
EBITDA率	39.8	43.3	39.5	37.9	35.9
除税前利润率	35.0	38.8	34.6	33.2	31.7
净利润率	30.2	34.1	30.4	29.2	27.9
有效税率	13.9	12.1	12.1	12.1	12.1
资产负债表比率 (%)					
流动比率 (x)	3.2	2.4	2.1	1.9	1.9
应收账款周转天数	161.9	143.6	140.6	137.6	134.6
应付账款周转天数	271.0	214.8	230.0	230.0	230.0
净借款占净资产比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
净资产收益率	10.2	13.3	13.5	15.7	17.5
资产收益率	7.3	9.3	9.5	11.1	12.3
每股数据					
每股盈利 (人民币)	0.43	0.81	1.05	1.40	1.83
每股股息 (人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股账面价值 (人民币)	5.29	7.84	8.60	10.04	11.92

资料来源：公司及招银国际环球市场预测

中国中免 (601888 CH)

站在重开的最前线

我们相信任何保持社交距离措施将持续影响四季度的国内旅行势头。但我们假定内地的防疫措施持续优化，对经济社会的影响逐步减小。在这种基准情形下，私人消费有望迎来改善，消费场景逐步恢复，旅游消费或在明年一季度开始迎来反弹。中国中免是国内最大的免税运营商，2022年市场份额将达到80%，因此有望成为这一复苏轨迹的主要受益者。该股目前的2023年底市盈率为40.0倍，仍比其3年平均水平低25%。随着旅游业回暖，我们认为股票均值回归可能会在2023年内发生，而H股二次上市以扩大股东基础将继续进一步释放该股的潜在价值。我们维持买入评级。除了中国中免，华润啤酒(291 HK, 买入)和珀莱雅(603605 CH, 买入)也是我们对国内重开主题的首推股票。

- **海口国际免税城开业。**商场总面积达28万平方米，囊括800+全球奢侈品牌。而其中25个品牌首次进入海南，包括YSL、普拉达、Burberry、BV、Moncler等。另一方面，根据我们的调研，客户每购买2件化妆品可享受八折。我们同时发现Shiseido、La Mer、Dior等其他热门品牌，建议零售价可享受68-72折。
- **盈利调整。**撇除任何非经营性微调，我们2022-24E年盈利预测大致不变。目前我们的预测意味着4Q22E收入/净利润为177亿元/22亿元人民币，毛利率为32.4%。
- **海南免税店销售目标。**我们根据中免在岛上实现的c.80%市场份额(2021年:c.90%)将我们的预测从之前的800亿元人民币调整至550亿元人民币。同时，我们预计2023年该岛可实现750亿元人民币的免税店销售额。
- **维持买入评级。**我们提升目标价至256元人民币。新目标价基于更新后的50.0倍2023年末市盈率(此前为45.0倍)，而倍率仍然对标自2020年6月至今平均估值以反映市场对该段时间政策红利的增长及营销期望。

财务资料

(截至12月31日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入(百万元人民币)	52,597	67,676	57,080	73,409	101,991
同比增长(%)	8.2	28.7	(15.7)	28.6	38.9
净收入(百万元人民币)	6,140	9,654	6,831	10,001	13,249
每股盈利(元人民币)	3.1	4.9	3.5	5.1	6.8
同比增长(%)	32.6	57.2	(29.2)	46.4	32.5
市场预测每股盈利(元人民币)	n.a	n.a	4.0	6.3	8.5
市盈率(倍)	n.a	n.a	62.6	42.8	32.3
市净率(倍)	n.a	n.a	12.5	10.4	8.5
股息收益率(%)	n.a	n.a	0.5	0.8	1.1
权益收益率(%)	27.5	32.6	20.0	24.4	26.5
净负债比率(%)	54.6	32.8	58.1	59.1	59.7

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	RMB256.0
(此前目标价)	RMB229.0)
潜在升幅	+16.6%
当前股价	RMB219.5

中国免税和高端消费

黄铭谦

(852) 3800 0838
josephwang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万元人民币)	421,451
平均流通量(百万元人民币)	2,105
52周内股价高/低(人民币)	237.8/ 153.9
总股本(百万)	1,952

资料来源：彭博

股东结构

China Travel Group	53.3%
HKSC	9.8%
CSFC	3.0%

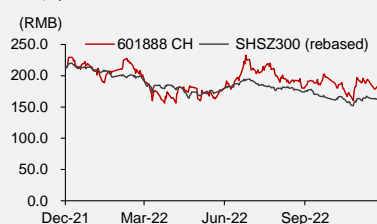
资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	16.8%	12.1%
3-月	14.3%	17.6%
6-月	21.0%	29.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

1. [CTGDF \(601888 CH\) – A weak 3Q on Sanya's lockdown; resilient online sales made up the gap but unavoidably diluted GPM – 3 Nov 2022](#)
2. [Lockdown in Sanya likely represents yet another entry opportunity – 9 Aug 2022](#)
3. [Looking past the weak 2Q; earnings risk diminishing as consensus is subtly edging down; upgrade to BUY – 8 June 2022](#)

财务分析

利润表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入	52,597	67,676	57,080	73,409	101,991
有税收入	19,708	24,006	22,832	28,540	32,821
免税收入	32,361	42,936	34,248	44,868	69,170
毛利	21,376	22,793	18,035	25,487	36,770
销售及营销开支	(516)	(480)	(542)	(647)	(754)
行政开支	(8,847)	(3,861)	(3,996)	(5,652)	(10,199)
研发开支	(1,637)	(2,250)	(1,884)	(2,422)	(3,366)
其他收入/(亏损)	(568)	(1,360)	(1,159)	(1,558)	(2,327)
经营(亏损)/收入	9,809	14,843	10,454	15,207	20,124
EBITDA	10,325	15,323	10,996	15,854	20,878
财务开支	545	43	(180)	(59)	20
其他(亏损)/收入	(676)	(245)	228	228	228
其他投资	(7)	161	-	-	-
税前(亏损)/利润	9,672	14,801	10,502	15,377	20,371
营业税	(2,335)	(2,437)	(1,748)	(2,560)	(3,391)
少数股东利益	(1,197)	(2,711)	(1,923)	(2,816)	(3,731)
净利润	6,140	9,654	6,831	10,001	13,249

现金流量表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
税前(亏损)/利润	6,140	9,654	6,831	10,001	13,249
折旧和摊销	516	480	542	647	754
营运资金变动	(2,888)	(2,955)	4,868	(1,360)	(2,802)
其他	4,435	1,151	1,663	2,425	3,259
经营活动所得现金净额	8,202	8,329	13,903	11,713	14,461
资本开支	(1,234)	(2,155)	(2,358)	(2,191)	(2,026)
联营公司	(1,542)	(62)	-	-	-
其他	(1,039)	(101)	(94)	-	-
投资活动所得现金净额	(3,814)	(2,318)	(2,452)	(2,191)	(2,026)
股本变动	-	-	-	-	-
净借贷	255	-	-	-	-
股息	(1,658)	(3,431)	(2,172)	(3,180)	(4,213)
其他	20	(386)	(776)	(1,125)	(1,537)
融资活动所得现金净额	(1,383)	(3,817)	(2,948)	(4,306)	(5,751)
现金增加净额	3,005	2,194	8,504	5,216	6,685
年初现金及现金等价物	12,032	14,858	16,856	25,360	30,576
汇兑	(331)	(196)	-	-	-
年末现金及现金等价物	14,706	16,856	25,360	30,576	37,261
减: 定期存款	50	-	-	-	-

资产负债表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流动资产	10,948	16,932	18,788	20,332	21,603
物业、厂房及设备	1,591	1,843	2,714	3,537	4,312
无形资产	2,449	2,401	2,346	2,267	2,164
在建工程	1,233	290	1,330	2,130	2,730
其他非流动资产	5,676	12,397	12,397	12,397	12,397
流动资产	30,971	38,542	41,413	49,152	60,905
现金及现金等价物	14,706	16,856	25,360	30,576	37,261
应收贸易款项	129	106	89	115	160
预付款	256	348	348	348	348
其他流动资产	15,881	21,232	15,616	18,113	23,136
流动负债	15,661	17,136	16,371	17,534	19,801
借债	417	411	411	411	411
应付贸易账款	4,327	5,880	5,115	6,278	8,545
其他贸易账款	7,246	6,122	6,122	6,122	6,122
应付税项	3,671	4,722	4,722	4,722	4,722
非流动负债	79	3,546	3,546	3,546	3,546
借债	-	-	-	-	-
延迟收入	74	55	55	55	55
其他	5	3,491	3,491	3,491	3,491
少数股东权益	3,871	5,173	6,060	7,360	9,082
总权益	26,179	34,791	40,283	48,404	59,161
负债和权益总额	22,308	29,619	34,223	41,044	50,080

主要比率

年结: 12月31日	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合 (%)					
有税收入	37.5	35.5	40.0	38.9	32.2
免税收入	61.5	63.4	60.0	61.1	67.8
盈利能力比率 (%)					
毛利率	40.6	33.7	31.6	34.7	36.1
经营利润率	18.6	21.9	18.3	20.7	19.7
税前利率	18.4	21.9	18.4	20.9	20.0
净利润率	11.7	14.3	12.0	13.6	13.0
资产负债比率					
流动比率(x)	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
平均应收账款周转天数	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
库存周转天数	50.6	47.8	47.8	47.8	47.8
平均应付账款周转天数	172.8	160.7	130.0	125.0	120.0
净负债比率(%)	54.6	47.3	58.1	59.1	59.7
回报率 (%)					
权益回报率	27.5	32.6	20.0	24.4	26.5
资本回报率	14.6	17.4	11.3	14.4	16.1
股息率	0.5	0.8	0.5	0.8	1.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	3.1	4.9	3.5	5.1	6.8
每股股息(人民币)	1.0	1.6	1.1	1.6	2.2
每股净值(人民币)	11.4	15.2	17.5	21.0	25.6

资料来源: 公司, 招银国际环球市场预测

九毛九 (9922 HK)

疫后重启，利润率和总都是关键的增长动力

维持买入评级，但下调目标价至 19.70 港元，基于 40 倍 23 财年预测市盈率不变（从 35 倍上调，因为我们认为在 22 年第三季度业务会见底回升）。我们维持买入评级，因为我们仍然对太二领先的品牌力、管理质量及其巨大的发展潜力充满信心，也看好总火锅在不久的将来会成为一个关键的增长动力。公司现价估值为 35 倍 23 财年预测市盈率，对比 5 年平均值为 50 倍和 28% 的 21 财年至 24 财的利润复合增长率。

- **22 财年上半年业绩符合预期。**销售同比下降 6% 至 19 亿元人民币，其中同时包括门店增长和疫情爆发带来的压力，而净利润同比下降 69% 至 5,800 万元人民币，与之前的盈利预警一致。然而，我们仍然是相当鼓舞，因为九毛九是为数不多的在 22 财年上半年仍能盈利的餐饮公司之一，主要由于受惠于：1) 快速开店，2) 强劲的毛利率，通过深度参与鲈鱼养殖等的供应链投资，3) 对员工成本和租金条款谈判严格的控制。
- **太二品牌仍然领先行业，但门店扩张还是受到疫情爆发的影响。**我们确实认为太二在 22 财年上半年受到了重创，原因是上海封城和消费者的购买力下降。其同店销售收入下降约 23%，翻坐率下降至 2.9 倍（从 21 财年上半年的 3.7 倍），餐厅层面的经营利润率从 21 财年上半年的 23.4% 下降至 16.5%。不过，因为太二仍在向低线城市进一步扩张（尽管这些城市的定价的性价比甚至更高），由于员工和租金成本较低，这些城市的利润率往往可以更高。公司重申了 22 财年新开店约 120 家的目标，如果假设疫情状态仍然可控，我们认为 23 至 24 财年的门店扩张，还是可以相当“稳定”。
- **总火锅正在崛起，未来门店扩张或会加速。**总火锅的翻坐率从 21 财年上半年的 2.2 倍提高到 22 财年上半年的 2.4 倍，其毛利率和整体盈利能力都应该会有所攀升，反映出其品牌的超高人气（晚饭时间排队现象严重）。此外，得益于太二团队的支持和经验，我们认为在 23 财年，潜在的新门店加速对总来说并不是问题。
- **维持买入评级，但下调目标价至 19.70 港元。**我们将 22/ 23/ 24 财年净利润预测下调 8%/ 21%/ 7% 以反映以下因素：1) 下半年一定程度的疫情爆发，2) 太二在 22 财年新开店的延误，3) 23 财年同店销售复苏速度放缓，4) 更高的毛利率，但亦有 5) 更高的员工成本。维持买入评级，但下调目标价至 19.70 港元，基于 40 倍 23 财年的预测市盈率（从 35 倍上调，考虑到基本面开始见底回升）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业额 (百万人民币)	2,715	4,180	4,940	6,658	8,957
同比增长 (%)	1.0	54.0	18.2	34.8	34.5
净利润 (百万人民币)	124	340	336	593	906
每股收益 (人民币)	0.090	0.234	0.231	0.408	0.624
每股收益变动 (%)	(24.5)	160.8	(1.2)	76.4	53.0
市场每股盈利预测 (人民币)	不适用	不适用	0.277	0.536	0.755
市盈率 (x)	183.0	69.0	69.8	39.6	25.9
市帐率 (x)	7.4	6.9	6.2	5.3	4.3
股息率 (%)	0.1	0.3	0.3	0.5	0.8
权益收益率 (%)	7.7	10.5	9.3	14.4	18.3
负债比率 (x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	HK\$19.70
(此前目标价)	HK\$21.30
潜在升幅	1.44%
当前股价	HK\$19.42

中国餐饮行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

谢活熙

(852) 3900 0856
raphaeltse@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	28,234
3 月平均流通量(百万港元)	306.07
52 周内股价高/低(港元)	22.60/10.82
总股本(百万)	1,453.9

数据来源：彭博

股东结构

管毅宏先生	40.66%
上海领语	4.47%
MT BVI	5.25%
MX BVI	4.31%
自由流通	45.31%

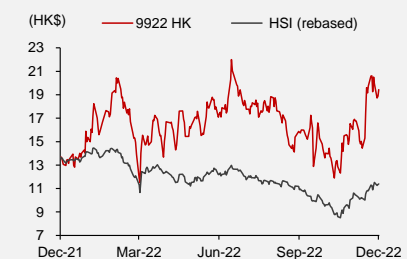
数据来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	14.1%	0.9%
3-月	19.0%	17.4%
6-月	10.5%	18.8%
12-月	35.2%	65.3%

数据来源：彭博

股份表现



数据来源：彭博

审计师：毕马威

- **九毛九品牌的韧性仍强，门店扩张亦有可能恢复。**即使在疫情爆发的情况下，九毛九的22财年上半年的同店销售仅下降了约10%，翻坐率则维持在1.8倍，但餐厅层面的经营利润率仍从21财年的7.8%跃升至22财年上半年的11.7%。管理层认为这是由于：1) 更美味和更简化的菜单，2) 厨房大小的优化和3) 单店员工数量的优化（从疫情前的约40人减少到22财年上半年的27到28人）。展望未来，如果其盈利能力继续改善，新店拓展亦很可能会重启。
- **销售增长一定仍会受疫情影响，但利润率应该更具韧性。**我们预计22到24财年的毛利率将在其原材料成本的议价能力大幅提升，而经营利润率亦会反弹，这个是包括了更好的租金成本和较大的员工成本压力。

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入	2,687	2,715	4,180	4,940	6,658	8,957
九毛九	1,37	716	760	704	860	1,04
太二	1,27	1,96	3,29	4,09	5,63	7,69
其他品牌	39	38	127	140	168	218
销售成本	(985)	(1,046)	(1,537)	(1,768)	(2,322)	(3,117)
毛利	1,702	1,669	2,642	3,171	4,336	5,840
其它收入	12	84	64	70	89	119
营运支出	(1,385)	(1,509)	(2,138)	(2,680)	(3,450)	(4,476)
员工成本	(697)	(748)	(1,057)	(1,320)	(1,708)	(2,252)
使用权资产折旧和其他租金	(263)	(293)	(439)	(568)	(746)	(968)
折旧和摊销	(97)	(111)	(159)	(227)	(265)	(303)
公用事业费用	(108)	(95)	(132)	(176)	(221)	(274)
其它运营费用	(220)	(263)	(350)	(389)	(510)	(680)
息税前收益	329	244	569	561	975	1,484
融资成本净额	(67)	(67)	(75)	(75)	(84)	(95)
合资及联营企业	2	(8)	1	1	2	2
特殊项目	(5)	8	11	13	18	24.48
税前利润	259	177	506	501	911	1,415
所得税	(73)	(39)	(134)	(130)	(236)	(367)
减: 非控制股东权益	21	14	32	35	82	142
净利润	164	124	340	336	593	906

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流动资产	1,271	1,945	2,090	2,120	2,133	2,156
固定资产	323	445	590	620	632	654
无形资产和商誉	808	1,228	1,227	1,226	1,225	1,224
预付租金	66	129	129	129	129	129
合资及联营公司投资	8	3	4	6	7	9
其它非流动资产	66	140	140	140	140	140
流动资产	383	2,862	3,185	3,646	4,514	5,856
现金及现金等价物	127	1,844	2,030	2,419	3,123	4,243
存货	75	51	63	73	95	128
贸易和其他应收款	12	15	31	37	49	66
预付款	122	203	313	369	498	670
其它流动资产	47	749	749	749	749	749
流动负债	794	749	833	895	1,050	1,267
银行贷款	220	43	43	43	43	43
应付款	97	138	118	126	159	213
应计费用和其他应付款	200	192	296	350	472	635
应付税款	23	37	37	37	37	37
其它流动负债	253	339	339	339	339	339
非流动负债	690	997	997	997	997	997
银行贷款	-	-	-	-	-	-
递延收入	27	27	27	27	27	27
递延所得税	-	3	3	3	3	3
其它	663	967	967	967	967	967
少数股东权益	-	-	32	67	149	291
净资产总额	171	3,060	3,413	3,807	4,451	5,457
股东权益	171	3,060	3,413	3,807	4,451	5,457

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
息税前利润	329	244	569	561	975	1,484
折旧和摊销	97	111	159	-	-	-
营运资金变动	(9)	3	(53)	(10)	(9)	(4)
已缴纳所得税	(67)	(48)	(134)	(130)	(236)	(367)
其它	227	236	10	218	255	293
经营活动所得现金流	577	546	551	639	984	1,405
资本开支	(184)	(280)	(313)	(247)	(266)	(314)
联营公司	(2)	(97)	-	-	-	-
利息收入	2	27	-	-	-	-
其它	(6)	(733)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(190)	(1,084)	(313)	(247)	(266)	(314)
股份发行	-	2,885	-	-	-	-
净借贷	171	(178)	-	-	-	-
支付股息	(36)	(58)	24	71	70	124
其它	(455)	(259)	(75)	(75)	(84)	(95)
融资活动所得现金净额	(320)	2,390	(51)	(4)	(14)	29
现金增加净额	67	1,852	186	388	704	1,120
年初现金及现金等价物	60	127	1,844	2,030	2,419	3,123
汇兑	0	(136)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	127	1,844	2,030	2,419	3,123	4,243

主要比率

年结:12月31日	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合(%)						
九毛九	51.0	26.4	18.2	14.3	12.9	11.7
太二	47.5	72.3	78.8	82.9	84.6	85.9
其他品牌	1.4	1.4	3.0	2.8	2.5	2.4
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率						
毛利率	63.3	61.5	63.2	64.2	65.1	65.2
经营利润率	12.2	9.0	13.6	11.4	14.6	16.6
税前利率	9.6	6.5	12.1	10.1	13.7	15.8
净利率	6.1	4.6	8.1	6.8	8.9	10.1
有效税率	28.5	20.9	26.5	26.0	26.0	26.0
资产负债比率						
流动比率(x)	0.5	3.8	3.8	4.1	4.3	4.6
速动比率(x)	0.4	3.8	3.7	4.0	4.2	4.5
现金比率(x)	0.2	2.5	2.4	2.7	3.0	3.3
平均库存周转天数	21	22	15	15	15	15
平均应收账款周转天数	3	3	3	3	3	3
平均应付账款天数	31	41	28	26	25	25
债务/股本比率(%)	140	2	2	2	1	1
净负债/股东权益比率(%)	51	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)						
资本回报率	96.3	4.1	10.0	8.8	13.3	16.6
资产回报率	9.9	2.6	6.4	5.8	8.9	11.3
每股数据(人民币)						
每股盈利(人民币)	0.12	0.09	0.23	0.23	0.41	0.62
每股股息(人民币)	-	0.02	0.05	0.05	0.09	0.13
每股账面价值(人民币)	0.12	2.21	2.35	2.62	3.06	3.75

快手 (1024 HK)

看好份额提升、电商韧性及利润率改善

快手 3Q22 业绩超预期：受益于直播和电商强劲，收入同比增长 13%，超出市场预期 3%；经调整净亏损为 6.7 亿元，好于市场预期的亏损 18 亿元，源于毛利率提升和市场推广费控制。我们认为快手是为数不多的在 4Q22 疫情反复下依然能够实现电商加速及利润率改善的标的（相较于大部分公司受疫情影响业绩指引均有所下调）。4Q22 收入预计同比增长 10%（较之前指引不变），其中电商 GMV 预计加速至 31%，受益于 11.6 大促及电商渗透率提升。随着外循环广告弱复苏、电商广告加速，4Q22 整体广告收入增速有望反弹至 8%。中长期看，我们看好快手持续的份额提升、电商韧性以及利润率改善。我们将 2022 财年收入略微提升 1%，2023-24 财年财务预测基本保持不变，基于 SOTP 的目标价为 80 港元。

- **业绩再次超预期。** 3Q22 收入同比增长 13%，高于一致预期/我们预测 3%/5%，主要源于强劲电商（同比增长 39%，高于我们预期 12%）和直播业务（同比增加 16%，高于我们预期 7%）。广告符合预期，其中内循环广告韧性增长、外循环广告在游戏等垂类承压，同比有所下滑。毛利率环比提升 1% 至 46%，得益于带宽和内容成本等固定费用的效率提升。叠加营销费用控制，快手当季经调整净亏损为 6.7 亿元人民币（一致预期为亏损 17 亿元人民币），国内业务持续盈利。DAU 上升至 3.63 亿，同比增长 13%，基本符合预期。
- **广告和电商 4Q22 有望加速增长。** 我们维持 4Q22 收入同比增长 10% 预期不变，当中电商和广告增速有望加速。受益于“11.6”大促及电商渗透率提升，我们预计 4Q22 GMV 同比增长 31%（快手 2022 年 9,000 亿 GMV 目标不变）。短期来说，来自本地生活以及天猫、京东的流量互通对 GMV 的贡献尚需时间释放。广告在 4Q22 增速预计回升至同比增长 8%，主要源于内循环广告的提速和外循环广告的复苏。我们预计直播业务在 4Q22 增速会放缓至同比 5%（高基数），但仍高于同行水平。快手在 4Q22 将持续减亏，预计亏损为 3.5 亿元人民币，其中国内业务盈利提升，海外业务亏损环比持平。
- **憧憬 2023 年扭亏为盈。** 我们重申看好快手在获取市场份额以及利润提升的长期逻辑。展望 2023 年，我们预计将广告恢复双位数增长，同时电商业务保持韧性势头（预计 GMV 同比增长 25%）。管理层指出，海外业务净亏损也将持续收窄。加上经营杠杆的规模效应，快手将于 2023 年在集团层面实现扭亏为盈。
- **维持买入评级。** 基于对 4Q22 稳健指引，我们维持 2023-24 年的财务预测基本不变，基于 SOTP 的目标价为 80 港元。建议逢低买入。

财务资料

(截止 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入(百万人民币)	58,776	81,082	92,656	105,946	119,716
同比增长 (%)	50.2	37.9	14.3	14.3	13.0
调整后净利润(百万人民币)	(7,864)	(18,852)	(6,054)	72	4,764
调整后每股收益(人民币)	(8.4)	(4.6)	(1.4)	0.0	1.0
同比增长 (%)	NA	NA	NA	NA	NA
一致预期每股收益(人民币)	NA	NA	(1.7)	(0.3)	2.1
市盈率(倍)	NA	NA	NA	NA	31
市销率(倍)	4.6	3.4	2.9	2.6	2.3
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
杠杆率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司数据，彭博，招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	HK\$ 80
潜在升幅	+18.0%
当前股价	HK\$ 67.8

中国互联网

黄群

(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

easonxu@cmbi.com.hk

贺赛一

hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶

franktao@cmbi.com.hk

陆文韬

luwentao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	292,067
3 月平均流通量(百万港元)	1,519.80
52 周内股价高/低(港元)	99.40/31.75
总股本(百万)	3,538

资料来源：彭博

股东结构

Tencent	20.6%
Morningside Venture Cap	16.0%
Employee shareholding Plan	7.4%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	50.2%	27.8%
3-月	10.1%	6.7%
6-月	-21.4%	-11.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

财务分析

利润表

截至 12.31(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入	58,776	81,082	92,656	105,946	119,716
直播	33,209	30,995	34,591	35,282	35,635
广告	21,855	42,665	48,210	57,746	67,624
其他(电商)	3,712	7,421	9,855	12,917	16,456
毛利	(47,052)	(51,097)	(56,488)	(60,825)	(67,174)
毛利率	11,724	29,985	36,168	45,120	52,542
销售费用	(26,615)	(44,176)	(37,188)	(39,034)	(41,285)
管理费用	(1,677)	(3,400)	(3,790)	(4,179)	(4,301)
研发费用	(6,548)	(14,956)	(13,356)	(14,963)	(16,316)
其他收入	704	801	(185)	848	838
经营利润	(22,410)	(31,746)	(18,351)	(12,208)	(8,522)
其他收入/费用	(106,881)	(51,314)	(9)	-	-
税前利润	(117,201)	(79,102)	(13,050)	(7,882)	(2,177)
所得税	566	1,025	(793)	8	(841)
净利润	(116,635)	(78,077)	(13,843)	(7,874)	(3,018)
调整后净利润	(7,864)	(18,852)	(6,054)	72	4,764

现金流量表

截至 12.31(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
净利润	(116,635)	(78,077)	(13,843)	(7,874)	(3,018)
摊销	4,863	6,885	6,512	7,662	8,842
运营资本变动	6,898	2,444	2,023	2,721	2,115
其他	107,163	63,229	6,440	7,946	7,782
经营活动现金流	2,289	(5,519)	1,131	10,455	15,721
资本开支	(5,908)	(5,789)	(9,181)	(11,210)	(10,802)
投资购买	5,400	-	-	-	-
其他	(4,359)	(12,572)	47	47	47
投资活动现金流	(4,867)	(18,361)	(9,134)	(11,163)	(10,755)
股票发行	-	39,386	-	-	-
债券变动	-	-	-	-	-
可转债发行	20,957	-	-	-	-
其他	(1,666)	(2,885)	-	-	-
融资活动现金流	19,290	36,500	-	-	-
现金增加净额	16,711	12,620	(8,003)	(708)	4,966
年初现金及现金等价物	3,996	20,392	32,612	24,610	23,902
汇兑损益	(316)	(399)	-	-	-
年末现金及现金等价物	20,392	32,612	24,610	23,902	28,868

资产负债表

截至 12.31(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流动资产	20,619	39,505	42,126	45,627	47,539
固定资产	7,206	11,051	11,042	11,268	14,125
使用权资产	5,200	12,562	15,155	18,397	17,422
无形资产	1,248	1,172	1,256	1,336	1,413
其他	6,966	14,720	14,673	14,625	14,578
流动资产	31,528	53,011	45,925	46,323	52,347
现金	20,392	32,612	24,610	23,902	28,868
预付账款	2,285	3,278	3,560	3,936	4,238
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	3,301	1,250	1,298	1,345	1,393
贸易和其他应收款	2,428	4,450	5,085	5,815	6,571
其他	3,122	11,420	11,372	11,325	11,277
流动负债	23,185	37,256	40,196	44,021	47,194
应付账款	11,544	20,021	21,742	24,036	25,882
其他应付款	5,763	9,123	9,908	10,953	11,794
消费者预付金	3,290	3,503	3,937	4,424	4,910
其他	2,587	4,608	4,608	4,608	4,608
非流动负债	189,012	10,108	10,108	10,108	10,108
可转换可赎回优先股	185,373	-	-	-	-
其他	3,640	10,108	10,108	10,108	10,108
少数股东权益	-	-	-	-	-
净资产总额	(160,050)	45,096	37,692	37,764	42,528
股东权益	(160,050)	45,096	37,692	37,764	42,528

主要比率

截至 12.31	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入结构(%)					
直播	56.5	38.2	37.3	33.3	29.8
广告	37.2	52.6	52.0	54.5	56.5
其他(电商)	6.3	9.2	10.6	12.2	13.7
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增速(%)					
收入	50.2	37.9	14.3	14.3	13.0
毛利	68.9	42.9	22.1	19.0	19.1
经营利润	NA	NA	NA	NA	NA
调整后净利润	NA	NA	NA	NA	NA
利润表比率(%)					
经营利润率	(38.1)	(39.2)	(19.8)	(11.5)	(7.1)
税前利润率	(199.4)	(97.6)	(14.1)	(7.4)	(1.8)
调整后净利润率	(13.4)	(23.3)	(6.5)	0.1	4.0
有效税率	(0.5)	(1.3)	6.1	(0.1)	38.6
回报率(%)					
ROE	NA	NA	NA	NA	11.9

资料来源：公司及招银国际环球市场预测

理想汽车 (LI US)

头部新势力中产品力最强

从目前在售车型的产品力和持续为用户创造新的价值方面，我们仍然偏爱头部新势力多于传统车企。在蔚来都有足够的现金支撑他们度过接下来有可能充满挑战的两年的情况下，我们认为理想目前在头部新势力中具有最强的产品力，因此最有可能成为长期的赢家，也是我们目前的首推。

- 2023 年销量有望继续领跑蔚小理。**理想 4Q22 的销量指引超预期，所以理想很有可能在一共 2 款在售车型的情况下夺取蔚小理中的 2022 年销量冠军。这也说明即使在 11 月门店受到疫情影响订单下滑的情况下，其在手订单仍然充足。我们预计理想 2023 年的销量为 25 万台，在蔚小理中继续领跑。我们的 2023 年销量预测低于公司管理层预计的 30 万台，主要因为考虑明年整个行业面临的挑战以及 L7、L8 和 L9 潜在的产品相互挤压。
- 有望在中国造车新势力中率先盈利。**从 3Q22 的毛利率来推算，我们预计 L9 的稳态毛利率能达到 25% 左右。我们预计理想 23 财年的毛利率将创新高至 22%。根据公司对 23 财年研发费用 100-120 亿元人民币的指引，以及销管费用占比略微下降的预测下，我们估计销管研费用在 23 财年占收入的 23%，高于毛利率 1 个百分点。在包括利息收入在内的其他收入的帮助下，我们预计理想在 23 财年就能实现全年盈利，是中国新势力品牌中最早的一个。
- 强大的产品力。**理想 L9 前三月的亮眼表现，不仅证明了理想 One 的成功不是偶然，也彻底颠覆了我们对自主品牌高端化能走多远的认知。从目前销量和订单的情况来看，L9 和 L8 Pro 相互挤压的情况或好于投资者之前的预期，而我们认为 L7 的销量或存在一定变数。尽管 L6 的上市时间还未确定，以理想目前的产品力，这款车对应的市场空间更为广阔。尽管理想明年发布的第一款纯电动车型并不会对 23 财年的收入有太大的贡献，理想汽车的造车理念，尤其在产品定位上，可能会让投资者通过这款车对公司的长期产品路线图看得更加清晰，对公司更有信心。
- 估值。**我们给予理想汽车的目标价是基于 23 财年 3.3 倍 P/S 估值，与我们给予蔚来汽车 (NIO US, 买入) 的目标估值接近，低于特斯拉目前 4.4 倍 23 财年 P/S 估值。我们的评级和目标价的主要风险包括销量和毛利率低于我们预期，包括智能驾驶和智能座舱在内的尖端软硬件技术发展慢于我们预期以及行业的估值下行。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入 (百万元人民币)	9,457	27,010	45,170	90,650	129,950
同比增长 (%)	3,225.5	185.6	67.2	100.7	43.4
净利润 (百万元人民币)	(792)	(321)	(2,084)	517	2,730
每股盈利 (元人民币)	(0.91)	(0.17)	(1.08)	0.27	1.38
每股盈利变动 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	428.2
市销率 (倍)	6.1	4.4	3.0	1.6	1.1
市净率 (倍)	1.9	2.9	3.5	3.4	3.2
股息率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
权益收益率 (%)	(6.6)	(0.9)	(5.2)	1.3	6.5
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司数据、彭博、招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	44.00 美元
(此前目标价)	44.00 美元)
潜在升幅	+116.3%
当前股价	20.34 美元

中国汽车行业

史迹, CFA

(852) 3761 8728
shiji@cmbi.com.hk

窦文静, CFA

(852) 6939 4751
douwenjing@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	22,013
3 月平均流通量(百万美元)	266
52 周内股价高/低(美元)	41.49/12.52
总股本(百万)	2,085

资料来源：彭博

股东结构

李想	22.3%
王兴	18.8%
其它股东	58.9%

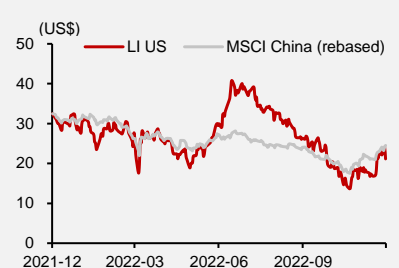
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	21.3%	-5.1%
3-月	-19.8%	-21.7%
6-月	-27.3%	-21.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道中天

财务摘要

利润表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入	9,457	27,010	45,170	90,650	129,950
销售成本	(7,907)	(21,248)	(36,161)	(70,742)	(102,569)
毛利总额	1,549	5,761	9,009	19,909	27,381
研发费用	(1,100)	(3,286)	(7,026)	(10,202)	(12,422)
销售费用	(1,119)	(3,492)	(5,870)	(10,771)	(13,354)
经营利润	(669)	(1,017)	(3,887)	(1,065)	1,605
利息支出	(26)	150	198	224	242
利息收入及投资收益	214	527	699	579	594
其他, 净额	20	(0)	795	870	770
税前利润	(189)	(153)	(2,194)	608	3,211
所得税	23	(169)	110	(91)	(482)
终止经营业务	14	-	-	-	-
优先股增值	(640)	-	-	-	-
净利润	(792)	(321)	(2,084)	517	2,730

现金流量表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
税前利润	(189)	(153)	(2,194)	608	3,211
折旧和摊销	321	590	1,255	2,303	3,942
营运资金变动	3,068	6,616	5,160	10,825	4,500
其它	(60)	1,287	977	496	93
经营活动所得现金净额	3,140	8,340	5,198	14,232	11,745
资本开支	(675)	(3,445)	(7,100)	(9,650)	(11,200)
其它	(18,063)	(813)	(2,100)	1,000	(3,600)
投资活动所得现金净额	(18,738)	(4,257)	(9,200)	(8,650)	(14,800)
股票发行	21,026	11,006	6	13	19
净借款额	(145)	170	375	(73)	(365)
其它	3,830	5,533	-	-	-
融资活动所得现金净额	24,711	16,710	381	(60)	(346)
现金变动净额	9,113	20,793	(3,621)	5,522	(3,401)
期初现金及现金等价物	1,436	10,173	30,493	26,872	32,394
汇率变动、终止业务	(377)	(472)	-	-	-
期末现金及现金等价物	10,173	30,493	26,872	32,394	28,993

资产负债表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
流动资产	31,391	52,380	51,563	58,401	60,502
现金及现金等价物	8,938	27,854	23,872	29,394	25,493
应收账款	116	121	371	993	1,424
库存	1,048	1,618	2,774	5,039	7,306
其它流动资产	21,289	22,788	24,546	22,975	26,278
非流动资产	4,982	9,468	17,280	27,652	39,456
固定资产	2,479	4,498	10,203	17,372	24,374
无形资产	683	751	823	926	1,053
使用权资产	1,277	2,061	3,181	4,458	7,738
其它非流动资产	543	2,157	3,073	4,896	6,290
资产总额	36,373	61,849	68,844	86,053	99,957
流动负债	4,309	12,108	18,900	35,196	44,483
银行借款	-	37	-	300	200
应付账款	3,161	9,376	14,861	29,072	36,531
递延收入, 流动部分	272	305	1,183	1,926	2,920
其它流动负债	877	2,390	2,856	3,898	4,831
非流动负债	2,260	8,676	10,243	10,118	11,632
银行借款	512	563	1,063	763	563
租赁负债	1,392	1,370	2,037	1,680	2,909
其它非流动负债	357	6,744	7,143	7,675	8,160
负债总额	6,570	20,785	29,143	45,313	56,114
夹层资本	-	-	-	-	-
股本	1	1	1	1	1
储备	29,802	41,063	39,699	40,738	43,842
股东权益	29,804	41,064	39,701	40,740	43,843
权益与负债总额	36,373	61,849	68,844	86,053	99,957

主要比率

年结: 12/31 (百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入拆分(%)					
整车销售	98.2	96.7	97.0	97.2	96.9
其他销售和服务	1.8	3.3	3.0	2.8	3.1
增长率(%)					
收入	3,225.5	185.6	67.2	100.7	43.4
毛利	N/A	271.9	56.4	121.0	37.5
经营利润	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润	N/A	N/A	N/A	N/A	428.2
盈利能力比率(%)					
毛利率	16.4	21.3	19.9	22.0	21.1
经营利润率	(7.1)	(3.8)	(8.6)	(1.2)	1.2
净利润率	(8.4)	(1.2)	(4.6)	0.6	2.1
资产负债比率(%)					
净现金倍数(x)	1.0	1.1	1.0	1.1	1.0
流动比率(x)	7.3	4.3	2.7	1.7	1.4
应收账款周转天数	4	2	3	4	4
库存周转天数	48	28	28	26	26
应付账款周转天数	146	161	150	150	130
收益率(%)					
净资产收益率	(6.6)	(0.9)	(5.2)	1.3	6.5
总资产收益率	(3.5)	(0.7)	(3.2)	0.7	2.9
每股数据(人民币)					
每股收益	(0.91)	(0.17)	(1.08)	0.27	1.38
每股股息	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源: 公司数据、招银国际环球市场预测

吉利汽车 (175 HK)

插电式混动销量 2023 年或带来惊喜

我们最近上调吉利汽车评级至买入，主要因为我们认为其插电式混动车型销量明年有望带来惊喜，而高端纯电品牌极氪稳步前进，具备长期发展的基础。我们预计新能源销量有望占吉利明年总销量的 40%。我们认为吉利目前在传统车企中布局较为完整，且业绩和估值的弹性大，是我们在传统车企中的首选。

- 极氪已具备长期发展的基础。**极氪完成全年 7 万台的销量目标已成定局，这超出了不少投资者年初的期望。明年走量车型主要是一款紧凑型 SUV，加上从 2022 年 10 月开始月销破万的极氪 001，我们预计明年极氪销量翻番至 14 万台。我们给予极氪 23 财年 2.5 倍核心业务（不包括威睿和研发服务收入）P/S 估值，虽然在自动驾驶等软件研发上，极氪仍然落后于头部新势力，但其销量趋势和价格定位目前优于小鹏（XPEV US，买入），所以我们给予极氪和小鹏相同的目标估值倍数，低于理想（LI US，买入）和蔚来（NIO US，买入）的目标估值倍数。极氪 001 目前的销量已跻身售价 30 万元人民币以上纯电动车型的前三名。明年极氪的毛利率改善速度也会是其后续估值提升的关键之一。
- 我们预计吉利 2023 年插电式混动车型销量可达 20 万台。**我们认为在经历了星越 L 和帝豪 L 两款雷神动力插电式混动车型的试错后，吉利会吸取更多教训，打磨好产品细节，明年上半年推出的 2 款全新插电式混动车型有望更加成功。目前比亚迪在插电式混动市场占据 2/3 的份额，我们认为一家独大的局面不太可能持续太久，而吉利有望成为抢夺插电式混动市场份额的主力车企之一。
- 其他业务保持稳定。**虽然几何品牌的电动车销量今年有望同比增长 2 倍，但我们给几何品牌的估值不高，因为其网约车占比过高，对品牌和目标用户的定位不够清晰。尽管过去几年吉利燃油车的产能利用率不断下滑，但我们估算其毛利率仍能保持稳定，这与其车型升级密不可分，我们认为之前困扰吉利长期发展的老旧车型“冷饭热炒”的情况已经有所改善，公司也会把重心聚焦在推出新能源车爆款车型上。领克品牌在 2023 年规划了 2 款新车型，有望让领克在销量上跑赢大盘，而领克的插电式混动车型也能贡献一定的销量。除几何品牌外，其他业务仍能为公司提供利润和现金流的支持。
- 估值。**我们预计吉利 23 财年的净利润同比增长 18%，主要得益于极氪的减亏。我们采用分部估值法给予极氪 23 财年 2.5 倍核心业务 P/S 估值，除极氪外的业务 15 倍 23 财年 P/E 估值，主要因为上调了吉利插电式混动新车型的销量预测。评级和目标价的主要风险为销量，尤其是新能源销量可能低于我们预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入(百万元人民币)	92,114	101,611	143,630	157,650	167,000
同比增长(%)	(5.4)	10.3	41.4	9.8	5.9
净利润(百万元人民币)	5,534	4,847	4,708	5,567	7,027
每股盈利(元人民币)	0.56	0.48	0.46	0.54	0.68
每股盈利变动(%)	(32.4)	(12.4)	(2.9)	18.2	26.2
市盈率(倍)	18.0	20.5	23.5	19.8	15.7
市净率(倍)	1.6	1.4	1.5	1.4	1.3
股息率(%)	1.2	0.8	1.1	1.3	1.7
权益收益率(%)	9.4	7.3	6.6	7.4	8.6
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司数据、彭博、招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	HK\$16.50
(此前目标价)	HK\$16.50)
潜在升幅	+36.8%
当前股价	HK\$12.06

中国汽车行业

史迹，CFA

(852) 3761 8728
shiji@cmbi.com.hk

窦文静，CFA

(852) 6939 4751
douwenjing@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	121,500
3 月平均流通量(百万港元)	789
52 周内股价高/低(港元)	24.49/8.30
总股本(百万)	10,019

资料来源：彭博

股东结构

李书福	43.2%
其它股东	56.8%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	22.0%	4.0%
3-月	-23.5%	-19.5%
6-月	-24.4%	-13.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：致同

财务摘要

利润表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入	92,114	101,61	143,63	157,65	167,00
销售成本	(77,377)	(84,199)	(121,793)	(132,549)	(138,759)
毛利	14,737	17,412	21,837	25,101	28,241
销售费用	(5,053)	(6,323)	(8,100)	(8,576)	(9,199)
管理费用	(5,754)	(8,036)	(11,043)	(12,244)	(13,730)
其它收入	1,039	1,339	1,550	1,150	1,150
经营利润	4,969	4,393	4,244	5,431	6,463
股份支付	(4)	(1,213)	(1,500)	(1,000)	(600)
利息费用, 净额	208	280	409	288	414
合联营投资收益	875	1,205	1,068	1,150	1,552
其他非经营性费用	392	-	-	-	-
税前利润	6,441	4,665	4,221	5,868	7,829
所得税	(866)	(312)	(189)	(566)	(816)
少数股东权益	(41)	494	677	265	14
净利润	5,534	4,847	4,708	5,567	7,027

现金流量表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
税前利润	6,441	4,665	4,221	5,868	7,829
折旧和摊销	5,491	6,893	8,658	9,707	10,919
运营资金变动	(8,947)	3,964	(5,231)	395	(639)
其它	(1,389)	(174)	23	(438)	(1,366)
经营活动所得现金净额	1,597	15,348	7,671	15,533	16,742
资本开支	(7,042)	(6,100)	(9,372)	(9,918)	(9,204)
其它	1,612	(1,059)	(1,066)	1,415	1,640
投资活动所得现金净额	(5,430)	(7,159)	(10,438)	(8,503)	(7,564)
股票发行	6,135	31	10	-	2,500
股利支付	(2,121)	(1,677)	(1,632)	(1,621)	(1,947)
其它	(253)	2,562	1,610	(516)	(566)
融资活动所得现金净额	3,761	916	(12)	(2,137)	(13)
现金变动净额	(72)	9,105	(2,779)	4,892	9,165
年初现金及现金等价物	19,281	18,977	28,014	25,235	30,127
汇率变动	(232)	(68)	-	-	-
年末现金及现金等价物	18,977	28,014	25,235	30,127	39,292

资产负债表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
流动资产	50,935	65,296	75,471	85,168	97,475
现金及现金等价物	18,977	28,014	25,235	30,127	39,292
应收账款	27,868	31,549	41,987	46,086	48,819
库存	3,691	5,522	8,008	8,716	9,124
其它流动资产	399	211	240	240	240
非流动资产	59,881	69,046	73,136	73,903	73,056
固定资产	26,574	30,859	30,701	29,762	28,162
无形资产	18,653	20,959	21,660	22,738	22,550
递延所得税收入	970	2,435	2,435	2,435	2,435
其它非流动资产	13,684	14,793	18,340	18,969	19,909
资产总额	110,816	134,341	148,607	159,072	170,531
流动负债	41,887	60,351	66,786	72,591	75,943
银行借款	-	1,907	-	-	-
应付账款	41,516	57,393	65,735	71,540	74,892
应付税款	340	853	853	853	853
其它流动负债	30	198	198	198	198
非流动负债	4,716	3,770	7,809	7,898	7,949
银行借款	1,960	-	4,000	4,000	4,000
长期应付款	2,335	2,863	2,902	2,991	3,042
其它非流动负债	421	907	907	907	907
负债总额	46,602	64,120	74,595	80,489	83,891
股本	180	183	183	183	185
储备	60,038	65,010	69,410	74,219	82,287
少数股东权益	582	1,615	1,006	768	755
股东权益	63,631	68,606	73,006	77,815	85,885
权益与负债总额	110,816	134,341	148,607	159,072	170,531

主要比率

年结: 12/31 (百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合 (%)					
整车	91.0	84.8	71.3	61.3	59.7
汽车零部件	7.6	8.7	7.3	8.2	8.4
知识产权授权和研发支持	1.4	6.6	21.4	30.4	31.9
增长率 (%)					
收入	(5.4)	10.3	41.4	9.8	5.9
毛利	(12.9)	18.2	25.4	14.9	12.5
经营利润	(42.8)	(11.6)	(3.4)	28.0	19.0
净利润	(32.4)	(12.4)	(2.9)	18.2	26.2
盈利能力比率 (%)					
毛利率	16.0	17.1	15.2	15.9	16.9
经营利润率	5.4	4.3	3.0	3.4	3.9
净利润率	6.0	4.8	3.3	3.5	4.2
资产负债比率 (%)					
净现金倍数 (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
流动比率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转天数	115	117	110	110	110
库存周转天数	17	24	24	24	24
应付账款周转天数	198	254	200	200	200
收益率 (%)					
权益收益率	9.4	7.3	6.6	7.4	8.6
资产收益率	5.1	4.0	3.3	3.6	4.3
每股数据 (人民币)					
每股盈利	0.56	0.48	0.46	0.54	0.68
每股股息	0.17	0.17	0.16	0.19	0.24

资料来源: 公司数据、招银国际环球市场预测

中国太保 (2601 HK)

寿险新业务价值正增长有望持续至开门红

太保三季度实现寿险新业务价值同比2.5%正增长（对比上半年同比下滑45.3%），主要受益于公司深耕寿险渠道改革及代理人团队质量的稳步提升。历经2022年资本市场波动加剧、基金和理财产品回报率下滑等事件后，个人投资者风险偏好趋向保守且对有保证收益率的储蓄保险产品需求大增，我们认为这一趋势有助于寿险行业负债端的边际修复与逐渐回暖。看好太保在寿险代理人改革上取得的积极进展，且公司三季度寿险新业务价值增长拐点已现，领先同业主要上市险企。此外，代理人新单首年保费及首年期交保费实现同比24.7%/37.5%增长，优质代理人规模逐步企稳。财险方面，9月综合成本率同比下降1.9个百分点至97.8%，带动三季度综合成本率同比提升1.5个百分点。展望2023年，我们预计公司新业务价值同比正增长有望持续至四季度及2023年开门红。同时，集团财险业务2022年承保利润显著改善，明年有望维持财险保费收入增速及综合成本率持续改善。

- **寿险新业务价值增速实现转正，新单首年保费增势转好。**公司2022年三季度寿险新业务价值同比增长2.5%，带动1-9月寿险新业务价值累计跌幅自上半年45.3%缩窄至37.8%；三季度代理人新单首年保费及新单首年期交保费同比提升25%/38%，相较上半年同比下滑35%/33%，较二季度同比下滑9%/6%，已有大幅好转。三季度银保及团体险新单首年保费维持强劲。13个月保单继续率于9月回升至88.0%（对比上半年87.8%及去年同期80.5%），显示寿险保单质量持续提升。此外，代理人产能及代理人第一年佣金收入均实现同比提升。
- **财险综合成本率进一步优化，有望推动承保利润率持续提升。**三季度财险综合成本率同比提升1.9个百分点至97.8%；其中赔付率同比下降0.6个百分点，费用率同比降低1.3个百分点。我们认为三季度公司财险承保利润率同比提升近1.5个百分点，主要得益于：1) 巨灾损失减少；2) 疫情下车险出险率下降所带来的利润端提升；3) 非车险业务条线更严格的成本管控等。三季度车险及非车险业务保费收入同比增速各达7.6%和20.7%，均优于行业平均增速水平。
- **历史估值底部，估值存在向上修复空间。**公司目前处于0.3倍2023年P/EV及0.4倍2023年市净率水平，位于历史估值区间底部。展望2023年，面对寿险行业可能出现分化的表现下，我们认为太保将会受益于深耕代理人改革，并在财险承保利润端有显著改善的险企有望先于同业实现负债端的复苏。考虑到三季度末其核心代理人数量与年初相比略有回升，我们预计公司新业务价值同比正增长有望延续至四季度和2023年开门红，负债端回暖及资产端压力释放有助于公司估值边际修复，重申买入评级，目标价25.19港元。

财务资料

(截至12月31日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
净保费收入(百万元人民币)	331,639	339,535	353,899	365,778	384,346
同比增长(%)	5.9	2.4	4.2	3.4	5.1
净利润(百万元人民币)	24,584	26,834	22,741	27,284	33,150
每股盈利(元人民币)	2.63	2.79	2.36	2.84	3.45
每股盈利变动(%)	(14.1)	6.1	(15.3)	20.0	21.5
市场预期每股盈利(元人民币)	不适用	2.79	2.49	2.99	3.31
市帐率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
股价/内含价值(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
股息率(%)	8.0	6.2	5.2	6.3	7.6
权益收益率(%)	12.5	12.1	9.9	11.3	12.4

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测 | *注：公司股价采用12月12日收市价格。

买入 (维持)

目标价	HK\$25.19
潜在升幅	+39.5%
当前股价	HK\$18.06

中国金融行业

陈喆

(852) 3916 3739
gigichen@cmbi.com.hk

马毓泽

(852) 3900 0805
nikama@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	233,454
3月平均流通量(百万港元)	206.37
52周内股价高/低(港元)	25.90/12.10
总股本 - H(百万)	2,775
总股本 - A(百万)	6,845

资料来源：彭博

股东结构

施罗德投资	14.21%
上海国际集团	7.15%
贝莱德	6.08%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	19.0%	3.6%
3-月	11.0%	8.0%
6-月	5.5%	15.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

财务分析

利润表

(人民币百万元)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
总保费收入	362,064	366,782	383,545	397,652	418,838
寿险业务	211,952	211,685	216,257	214,255	217,716
财险业务	147,734	152,643	167,288	183,397	201,122
净保费收入	331,639	339,535	353,899	365,778	384,346
投资收益	82,740	91,643	63,306	75,371	81,336
总营运收入	418,964	436,331	422,576	446,700	471,515
未决赔付准备金	(293,415)	(321,854)	(309,733)	(326,193)	(339,749)
其他营运支出	(96,823)	(84,480)	(87,583)	(90,076)	(94,646)
总营运支出	(390,238)	(406,334)	(397,317)	(416,269)	(434,395)
联营公司/合营公司损益	512	799	839	881	925
税前利润	29,238	30,796	26,098	31,312	38,045
所得税	(3,886)	(3,178)	(2,693)	(3,231)	(3,926)
减: 非控制股东权益	(768)	(784)	(664)	(797)	(969)
净利润	24,584	26,834	22,741	27,284	33,150

主要财务指标

(人民币百万元)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	(截至12月31日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
集团业务指标 (%):											
总保费收入增速							4.2	1.3	4.6	3.7	5.3
总营运收入增速							9.5	4.1	(3.2)	5.7	5.6
净利润收入增速							(11.4)	9.2	(15.3)	20.0	21.5
内含价值增速							16.0	8.5	8.1	10.5	10.6
净投资收益率							4.7	4.5	4.0	4.0	4.0
总投资收益率							5.9	5.7	3.7	4.0	4.0
投资资产规模增速							16.1	10.0	11.2	7.9	7.3
寿险业务 (%):											
总保费收入增速							(0.3)	(0.1)	2.2	(0.9)	1.6
代理人新单首年期交保费增速							(32.8)	11.6	(20.0)	7.5	15.0
新业务价值增速							(27.5)	(24.8)	(31.2)	7.1	13.4
新业务价值率(首年新单保费)							77.9	53.2	45.7	45.6	45.0
寿险综合偿付能力							242.0	218.2	208.8	211.3	215.7
财险业务 (%):											
总保费收入增速							11.1	3.3	9.6	9.6	9.7
车险保费占比							64.8	60.1	59.3	58.4	57.5
赔付率							61.4	69.6	69.6	69.6	69.6
费用率							37.6	29.4	29.4	29.4	29.4
综合成本率							99.0	99.0	99.0	99.0	99.0
财险综合偿付能力							275.6	288.0	271.7	257.3	243.9
每股营运指标:											
每股盈利(元人民币)							2.63	2.79	2.36	2.84	3.45
每股股息(元人民币)							1.30	1.00	0.85	1.02	1.24
每股内含价值(元人民币)							47.75	51.80	56.00	61.88	68.44
每股账面价值(元人民币)							23.01	23.57	23.96	26.31	29.13

资料来源:公司及招银国际环球市场预测

同业估值

公司	代码	评级	目标价 (LC)	收市价 (LC)	上行/ 下行空间	P/B (x)		收益率(%)		P/E	
						FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E
中国平安 (H)	2318 HK	买入	75.55	50.30	50%	0.9 x	0.9 x	4.9%	6.2%	8.2 x	6.4 x
中国人寿 (H)	2628 HK	买入	17.81	12.18	46%	0.6 x	0.6 x	5.1%	5.7%	7.1 x	6.4 x
中国太保 (H)	2601 HK	买入	25.09	18.08	39%	0.7 x	0.6 x	5.2%	6.3%	6.9 x	5.7 x
新华保险 (H)	1336 HK	买入	27.02	19.10	41%	0.5 x	0.4 x	6.3%	8.1%	4.8 x	3.7 x
中国太平 (H)	966 HK	买入	11.19	9.81	14%	0.4 x	0.4 x	3.9%	5.1%	7.7 x	5.9 x
人保集团 (H)	1339 HK	买入	3.95	2.62	51%	0.4 x	0.4 x	7.8%	9.3%	4.3 x	3.6 x
中国财险 (H)	2328 HK	买入	12.74	7.44	71%	0.7 x	0.6 x	8.0%	8.9%	5.2 x	4.7 x
众安在线 (H)	6060 HK	买入	29.39	21.80	35%	1.5 x	1.4 x	0.0%	0.0%	81 x	26.7 x
中国平安 (A)	601318 CH	买入	62.71	46.17	36%	1.0 x	0.9 x	4.8%	6.1%	8.4 x	6.6 x
中国人寿 (A)	601628 CH	卖出	17.74	35.35	-50%	2.0 x	2.0 x	1.6%	1.8%	23.1 x	20.6 x
中国太保 (A)	601601 CH	买入	24.99	24.04	4%	1.0 x	0.9 x	3.5%	4.2%	10.2 x	8.5 x
新华保险 (A)	601336 CH	卖出	25.97	29.16	-11%	0.8 x	0.7 x	3.7%	4.8%	8.2 x	6.3 x
人保集团 (A)	601319 CH	卖出	4.10	5.29	-23%	1.0 x	0.9 x	3.5%	4.1%	9.8 x	8.2 x

资料来源：公司及招银国际环球市场预测 | *注：公司股价采用12月12日收市价格。

公司	代码	评级	P/EV (x)		新业务价值倍数 (x)		ROE (%)		ROEV	
			FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E
中国平安 (H)	2318 HK	买入	0.6x	0.5x	(22.9) x	(25.0) x	11.9%	14.1%	7.2%	10.8%
中国人寿 (H)	2628 HK	买入	0.2x	0.2x	(24.8) x	(26.2) x	11.0%	9.1%	11.5%	8.7%
中国太保 (H)	2601 HK	买入	0.3x	0.3x	(41.5) x	(44.4) x	12.1%	9.9%	8.1%	7.8%
新华保险 (H)	1336 HK	买入	0.2x	0.2x	(57.9) x	(56.1) x	14.2%	10.0%	7.3%	1.5%
中国太平 (H)	966 HK	买入	0.1x	0.1x	(21.5) x	(22.5) x	8.4%	5.1%	13.9%	8.5%
人保集团 (H)	1339 HK	买入	0.3x	0.3x	(84.9) x	(91.6) x	10.5%	11.6%	7.8%	7.9%
中国平安 (A)	601318 CH	买入	0.6x	0.5x	(22.2) x	(24.5) x	11.9%	14.1%	7.2%	10.8%
中国人寿 (A)	601628 CH	卖出	0.8x	0.7x	(7.7) x	(10.2) x	11.0%	9.1%	11.5%	8.7%
中国太保 (A)	601601 CH	买入	0.4x	0.4x	(33.3) x	(36.8) x	12.1%	9.9%	8.1%	7.8%
新华保险 (A)	601336 CH	卖出	0.3x	0.3x	(47.5) x	(46.4) x	14.2%	10.0%	7.3%	1.5%
人保集团 (A)	601319 CH	卖出	0.7x	0.7x	(31.8) x	(40.7) x	10.5%	11.6%	7.8%	7.9%

资料来源：公司及招银国际环球市场预测 | *注：公司股价采用12月12日收市价格。

	代码	财险保费增速				综合成本率				赔付率				费用率			
		FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
2318 HK	中国平安 (H)	-5.5%	10.0%	10.0%	10.0%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	31.0%	30.9%	30.9%	30.9%	67.0%	67.1%	67.1%	67.1%
2601 HK	中国太保 (H)	3.3%	9.6%	9.6%	9.7%	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	69.6%	69.6%	69.6%	69.6%
966 HK	中国太平 (H)	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%	105.9%	103.0%	101.0%	101.0%	35.0%	45.0%	45.0%	45.0%	70.9%	56.0%	55.0%	55.0%
2328 HK	中国财险 (H)	3.8%	10.0%	10.0%	10.0%	99.6%	97.6%	97.6%	97.6%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%	73.7%	72.6%	72.6%	72.6%
6060 HK	众安在线 (H)	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	99.6%	98.9%	98.8%	97.9%	42.0%	41.6%	42.6%	42.8%	57.6%	57.2%	56.2%	55.1%

资料来源：公司及招银国际环球市场预测 | *注：公司股价采用12月12日收市价格。

华润置地 (1109 HK)

消费复苏提振租金收入,拿地强度支撑未来份额

我们看好 1) 购物中心占比较高的地产商: 不可逆转的疫情防控放松趋势推动消费逐步进入复苏通道, 购物中心租金收入将受到提振; 2) 债务结构合理、融资渠道多元的房企: 在销售尚未回暖的情况下, 到期债务分布合理将大幅缓释偿债压力, 多元化融资会减少对传统融资方式的以来更有利于维持财务健康; 3) 维持拿地强度的房企: 在房企拿地大幅下降的背景下, 维持合理拿地强度将有效保障未来发展需求, 并进一步扩大市场份额。

- **消费复苏利好购物中心运营商:** 我们认为疫情防控的放松趋势不可逆转, 即使放开初期会由于病例陡增出现阶段性消费放缓, 但整体趋势处于复苏通道, 将提振大型购物中心运营商的租金收入。华润 2022 年购物中心业务减免租金约 22-25 亿, 预计全年租金收入较去年持平, 2023 年租金减免影响消除后, 预计租金增速恢复至 30% 左右。
- **融资渠道更加多元, 拿地强度继续维持:** 1) 公司债务结构持续优化, 平均债务年限大于 5 年, 截止 1H22 加权融资利率 3.78%, 且发行了首单市场化运营的保租房 REITs, 在证监会表示扩大 REITs 试点范围至长租公寓及商业不动产的背景下, 公司相关资产行业最优, 将拥有更加丰富的股权类融资的渠道。2) 公司 1-10 月权益拿地金额 1049 亿, 拿地销售比 46%, 远超主要房企平均的 13%, 将有效保障未来发展并进一步扩大未来市场份额
- **行业首选, 维持买入评级:** 公司现在对应的 23 年 PE 估值 7x, 相对于历史平均的 8x 有折让。租金业务占比的提高及市占率进一步提高预计会带来估值上的修复, 有一定的上升空间。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入 (百万元人民币)	179,587	212,108	233,738	243,185	265,579
同比增长 (%)	21.2	18.1	10.2	4.0	9.2
净收入 (百万元人民币)	29,810	32,401	25,177	27,618	32,193
每股盈利 (人民币)	4.18	4.54	3.53	3.87	4.51
每股盈利变动 (%)	1.3	8.7	-22.3	9.7	16.6
市场平均盈利预测 (人民币)	NA	NA	3.94	4.29	4.87
市盈率 (倍)	6.9	6.4	8.1	7.4	6.4
市帐率 (倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
股息率 (%)	4.3	4.8	5.8	5.8	5.8
权益收益率 (%)	14.7	14.3	10.5	10.8	11.7
净负债率 (%)	29.5	24.4	28.3	31.5	39.0

资料来源: 公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	HK\$44.79
潜在升幅	+33.9%
当前股价	HK\$33.45

中国房地产行业

曾展

(852) 3916 3727
jeffreyzeng@cmbi.com.hk

张苗

(852) 3761 8910
zhangmiao@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3735 6202
bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	244,948
3月平均流通量(百万港元)	458.36
52周内股价高/低(港元)	41.05/ 23.95
总股本(百万)	7,131

资料来源: 彭博

股东结构

华润集团	59.55%
流通股	40.45%

资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	16.4%	1.3%
3-月	5.3%	2.5%
6-月	6.3%	16.5%
12-月	2.2%	23.2%

资料来源: 彭博

股份表现



资料来源: 彭博

审计师: 德勤

财务分析

利润表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入	179,587	212,108	233,738	243,185	265,579
物業發展	157,140	183,861	202,247	202,247	212,360
物業投資	12,787	17,435	17,435	22,665	29,464
其他	9,660	10,812	14,056	18,273	23,755
銷售成本	-124,172	-154,909	-173,741	-179,144	-192,893
毛利	55,415	57,200	59,997	64,041	72,686
其他收益	4,596	4,437	2,944	2,765	2,137
銷售費用	-5,352	-6,094	-6,545	-6,809	-7,436
行政費用	-5,087	-5,872	-7,012	-7,296	-7,967
其他費用	0	0	0	0	0
息稅前收益	49,572	49,671	49,384	52,701	59,420
融資成本	-1,284	-1,397	-1,871	-2,058	-2,264
聯營/合營公司	3,000	4,297	3,640	3,640	3,640
特殊收入	8,884	7,795	0	0	0
稅前利潤	60,172	60,366	51,153	54,283	60,796
所得稅	-26,082	-22,970	-21,366	-22,055	-23,993
稅後利潤	34,090	37,395	29,787	32,228	36,803
非控制股東權益	-4,060	-4,994	-4,610	-4,610	-4,610
永續債	-221	0	0	0	0
淨利潤	29,810	32,401	25,177	27,618	32,193
基礎盈利	24,136	26,596	25,177	27,618	32,193

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
息稅前收益	49,572	49,671	49,384	52,701	59,420
折舊和攤銷	912	1,301	1,083	1,400	1,400
營運資金變動	-10,224	-4,204	12,513	-2,753	-22,577
稅務開支	-20,416	-20,578	-21,366	-22,055	-23,993
其他	2,483	-19,163	0	0	0
經營活動所得現金淨額	22,328	7,028	41,615	29,294	14,250
購置固定資產	-16,953	-29,587	-40,046	-26,416	-28,918
聯營公司	-8,309	-4,196	-6,186	-6,926	-7,740
其他	-7,583	5,980	0	0	0
投資活動所得現金淨額	-32,845	-27,803	-46,232	-33,342	-36,657
股份發行	0	0	0	0	0
淨銀行借貸	35,973	16,222	17,999	19,797	21,777
股息	-9,064	-10,820	-9,891	-11,980	-11,980
其他	9,417	34,797	0	0	0
融資活動所得現金淨額	36,327	40,198	8,109	7,817	9,797
現金增加淨額	25,809	19,424	3,491	3,769	-12,611
年初現金及現金等價物	62,157	87,534	106,773	110,264	114,033
匯兌	-432	-185	0	0	0
受限制現金	1,916	1,975	-720	-2,377	-4,517
資產負債表的現金	89,451	108,748	109,543	111,656	96,906

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流動資產	294,988	334,532	380,894	414,049	450,519
物業、廠房及設備	19,912	21,667	28,000	28,000	28,000
投資物業	187,379	217,530	250,160	275,176	302,693
聯營公司	67,733	73,993	81,392	89,531	98,484
無形資產	52	88	88	88	88
其他	19,911	21,254	21,254	21,254	21,254
流動資產	574,053	615,273	662,829	686,708	721,764
現金及現金等價物	89,451	108,748	110,264	114,033	101,423
應收貿易款項	49,164	48,461	53,403	55,562	60,678
存貨	377,090	403,026	444,125	462,076	504,626
其他	58,349	55,037	55,037	55,037	55,037
流動負債	443,851	464,627	528,637	551,994	583,683
借債	35,543	54,544	60,000	66,000	72,600
應付貿易賬款	117,899	131,693	147,703	152,296	163,985
合同負債	232,585	212,719	255,263	268,026	281,427
應付稅項	30,864	29,507	29,507	29,507	29,507
其他	26,960	36,164	36,164	36,164	36,164
非流動負債	168,949	193,101	205,644	219,442	234,619
借債	129,442	125,431	137,974	151,771	166,949
其他	39,507	67,670	67,670	67,670	67,670
股東權益	203,458	226,529	239,285	254,554	274,605
少數股東權益	52,784	65,547	70,157	74,767	79,377
永續債	0	0	0	0	0
總權益	256,242	292,076	309,441	329,321	353,981

主要比率

年結: 12月31日	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
銷售組合 (%)					
物業發展	87.5	86.7	86.5	83.2	80.0
物業投資	7.1	8.2	7.5	9.3	11.1
其他	5.4	5.1	6.0	7.5	8.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.9	27.0	25.7	26.3	27.4
稅前利率	27.6	23.4	21.1	21.7	22.4
淨利潤率	16.6	15.3	10.8	11.4	12.1
有效稅率	43.3	38.1	41.8	40.6	39.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
平均應收賬款周轉天數	99.9	83.4	83.4	83.4	83.4
平均應付帳款周轉天數	346.6	310.3	310.3	310.3	310.3
平均存貨周轉天數	1108.4	949.6	933.0	941.5	954.9
淨負債比率 (%)	29.5	24.4	28.3	31.5	39.0
回報率 (%)					
資本回報率	14.7	14.3	10.5	10.8	11.7
資產回報率	3.4	3.4	2.4	2.5	2.7
每股數據					
每股盈利(人民幣)	4.18	4.54	3.53	3.87	4.51
每股股息(人民幣)	1.25	1.38	1.68	1.68	1.68
每股賬面值(人民幣)	28.53	31.77	33.56	35.70	38.51

资料来源: 公司及招銀國際環球市場預測

浙江鼎力 (603338 CH)

全球高空作业平台需求增长的受惠者

在电网投资、5G 支出、数据中心建设以及设备置换需求的推动下，未来数年的高空作业平台海外需求将持续强劲，加上中国重启经济对需求的拉动，我们预计 2023 年高空作业平台需求（国内市场 + 出口）将同比增长约 20%。考虑到海外高空作业平台制造商正面临液压缸等零部件的供应链短缺问题，我们相信鼎力凭借建设进展顺利的分销渠道和仓储、以及可靠的供应链，将能抓住强劲的海外需求并提升市场份额。我们给予鼎力目标价 71 元人民币，基于 25 倍 2022 年市盈率（对应 2022-2024 年盈利复合年增长率 25%）。当前股价仅相当于~18 倍 2023 年市盈率，较历史平均水平 32 倍低一个标准差。**重申买入评级。**

- **鼎力为中国高空作业平台的先行者。**鼎力从事各类智能高空作业平台的研发、制造、销售和服务，产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列共 80 多款规格。臂式系列包含直臂式和曲臂式两类，最大工作高度达 44 米，最大荷载 454kg；剪叉式系列最大工作高度达 32 米，最大荷载 1,000kg；桅柱式系列包括桅柱式高空作业平台及高空取料平台产品。产品主要应用于工业领域、商业领域和建筑领域，覆盖建筑工程、建筑物装饰与维护、仓储物流、石油化工、船舶生产与维护，以及诸如国家电网、核电站、高铁、机场、隧道等特殊工况。
- **鼎力已蓄势待发，以抓住强劲海外需求。**我们预计目前海外收入占公司总收入 60% 以上。在海外销售额中，美国和欧洲占 75%。在欧洲市场，鼎力已具备提供 30 米以上的大型剪叉式高空作业平台的能力，而在此之前市场均由海外厂商主导。臂式高空作业平台方面，鼎力能够提供满足不同应用场景的电动、混合动力和发动机产品。供应链方面，鼎力已在海外设立多个本地仓库，并有足够零部件库存支持生产至 2023 年年中。
- **成本下降有助稳定毛利率。**全球海费大幅度下跌、钢材价格也在低位运行，以及臂式产品销售增速加快，我们预计鼎力毛利率将于 2022 年见底并于 2023 年回升。
- **风险：**（1）中国高空作业平台市场竞争加剧；（2）海运费用和钢材价格反弹。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入(百万元人民币)	2,957	4,939	5,990	7,553	8,982
同比增长(%)	23.7	67.1	21.3	26.1	18.9
净利润(百万元人民币)	664	884	1,203	1,442	1,725
每股盈利(元人民币)	1.37	1.82	2.38	2.85	3.41
同比增长(%)	-4.3	33.2	30.4	19.9	19.6
市场共识每股盈利(元人民币)	n/a	n/a	2.26	2.73	3.28
EV/EBIDTA(倍)	28.6	20.5	17.5	12.9	10.8
市盈率(倍)	36.6	27.5	21.1	17.6	14.7
市帐率(倍)	6.5	4.2	3.6	3.1	2.6
股息收益率(%)	0.5	0.7	0.9	1.1	1.3
权益收益率(%)	19.1	18.2	18.5	18.9	19.3
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	HK\$71.0
(此前目标价)	HK\$71.0)
潜在升幅	+42%
当前股价	HK\$50.12

中国装备制造

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	27,282
3月平均流通量(百万港元)	247
52周内股价高/低(港元)	87.20/ 32.16
总股本(百万)	506.3

资料来源：彭博

股东结构

许树根	45.5%
德清中鼎股权投资管理有限公司	10.0%
香港中央结算有限公司	6.5%
其他	33.7%

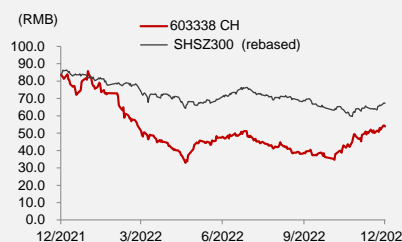
资料来源：上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.8%	7.1%
3-月	41.7%	44.7%
6-月	14.8%	20.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：BDO

财务分析

利润表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	年结: 12月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入	2,957	4,939	5,990	7,553	8,982	除税前溢利	773	1,021	1,399	1,677	2,005
销售成本	-	-3,490	-4,181	-5,248	-6,233	融资成本	59	85	60	63	65
毛利	1,032	1,449	1,809	2,305	2,749	利息收入	42	58	-252	-111	-117
税金及附加	-12	-15	-12	-15	-18	联营及合资公司利润	-11	-1	-3	-3	-4
销售费用	-100	-111	-180	-211	-251	折旧和摊销	41	77	140	196	223
管理费用	-57	-88	-102	-128	-153	已付所得税	-144	-164	-196	-235	-281
研发费用	-105	-155	-300	-317	-368	营运资金变动	163	-687	-265	-695	-494
资产减值	6	-32	-42	-38	-45	其他	-32	-15	0	0	0
EBIT	764	1,048	1,175	1,595	1,913	经营活动所得现金净额	892	374	884	892	1,399
净财务收入/(支出)	-46	-69	191	48	53	购买物业、厂房及设备净投资	-234	-340	-800	-700	-300
财务收入	12	16	252	111	117	已收利息	-42	-58	252	111	117
财务支出	-59	-85	-60	-63	-65	其他	-378	409	0	0	0
其他收益	45	40	30	30	36	投资活动所用现金净额	-707	-69	-548	-589	-183
联营企业和合营企业投资收益	11	1	3	3	4	股利融资	0	1,482	0	0	0
税前盈利	773	1,021	1,399	1,677	2,005	净银行贷款	-55	746	60	61	0
所得税费用	-109	-137	-196	-235	-281	已付股息	-121	-126	-172	-229	-274
税后盈利	664	884	1,203	1,442	1,725	已付利息	-16	-30	-60	-63	-65
少数股东	0	0	0	0	0	其他	-0	-3	0	0	0
净利润	664	884	1,203	1,442	1,725	融资活动所得(所用)现金净额	-192	2,069	-172	-231	-339
折旧和摊销	41	77	140	196	223	现金(减少)增加净额	-8	2,374	164	73	877
EBITDA	805	1,125	1,315	1,792	2,137	年初之现金及等同现金项目	874	1,191	3,514	3,678	3,751
						汇兑及其他	325	-50	0	-0	0
						年底之现金及等同现金项目	1,191	3,514	3,678	3,751	4,628

资产负债表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E	年结: 12月31日	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流动资产	1,722	2,181	3,021	3,660	3,921	销售组合(%)					
物业、厂房及设备	722	828	1,493	2,001	2,083	臂式	19	33	32	31	33
联营及合资公司	119	108	112	115	118	剪叉式	73	58	60	62	60
长期应收账	477	584	762	894	1,075	桅柱式	4	5	5	4	4
无型资产	158	234	229	224	218	其他	5	4	3	3	3
可供出售投资	0	0	0	0	0	总数	100	100	100	100	100
其他	246	415	415	415	415	盈利能力比率(%)					
递延税项资产	2	12	12	12	12	毛利率	34.9	29.3	30.2	30.5	30.6
流动资产	4,147	7,394	7,596	9,221	10,291	息税折旧摊销前利润率	27.2	22.8	22.0	23.7	23.8
存货	942	1,387	1,614	2,038	2,300	息税前利润率	25.8	21.2	19.6	21.1	21.3
应收账款	1,249	2,293	2,105	3,234	3,164	净利润率	22.5	17.9	20.1	19.1	19.2
预付款	32	42	42	42	42	增长率(%)					
其他	733	157	157	157	157	收入	23.7	67.1	21.3	26.1	18.9
银行结余及现金	1,191	3,514	3,678	3,751	4,628	毛利	8.4	40.4	24.9	27.4	19.2
流动负债	1,891	3,144	3,146	4,185	4,066	EBITDA	12.6	39.9	16.8	36.3	19.2
应付账及其他应付款项	1,223	1,868	1,820	2,809	2,689	息税前利润	11.3	37.2	12.0	35.8	19.9
银行借款	303	873	923	973	973	净利润	(4.3)	33.2	36.1	19.9	19.6
税项负债	102	165	165	165	165	资产负债比率					
预收账款	69	18	18	18	18	流动比率(x)	2.2	2.4	2.4	2.2	2.5
其他	194	220	220	220	220	平均应收账款周转天数	159	131	134	129	130
非流动负债	233	452	462	473	473	平均存货周转天数	133	122	131	127	127
银行借款	121	302	312	323	323	平均应付账款周转天数	190	162	161	161	161
递延税项负债	0	0	0	0	0	净负债/总权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
递延收入	95	108	108	108	108	回报率(%)					
其他	18	42	42	42	42	资产回报率	12.4	11.5	11.9	12.3	12.7
资本及储备	3,744	5,978	7,009	8,223	9,674	资本回报率	19.1	18.2	18.5	18.9	19.3
股东权益	3,744	5,978	7,009	8,223	9,674	每股数据					
少数股东权益	0	0	0	0	0	每股盈利(人民币)	1.37	1.82	2.38	2.85	3.41
						每股账面值(人民币)	7.71	11.81	13.84	16.24	19.10
						每股股息(人民币)	0.26	0.34	0.45	0.54	0.65

资料来源: 公司, 招银国际环球市场预测

华润燃气 (1193 HK)

持续践行“1+2+N”业务发展战略，估值具有吸引力

我们近期与华润燃气管理层交流，获指引如下：1) 公司 1-9 月整体累计销气量增速超过 6.5%，2022 财年全年目标指引为同比增长 8-10%；2) 2022 财年毛差目标为 0.5 元人民币/立方米；3) 2022 年上半年燃气接驳业务整体超过去年同期水平，全年资本支出指引从 100 亿元人民币上调到 130 亿元；4) 持续践行“1+2+N”业务发展战略，综合服务业务和综合能源业务增长势头持续，未来将持续推进清洁能源转型。华润燃气目前交易在约 10 倍 2023 年预期市盈率，估值仍具吸引力。我们维持华润燃气目标价 39.13 港元（基于 11.8 倍 2023 年预期市盈率）以反映我们对销气业务预期改善，综合服务业务和综合能源业务增长保持信心。给予买入评级。

- **零售天然气销量于 2022 年 1 至 9 月期间累计增速为超过 6.5%；毛差改善，三季度毛差超过 0.55 元人民币/立方米。**受经济数据疲软及疫情封控措施影响，华润燃气零售天然气销量于 2022 年 1 至 9 月期间累计增速为超过 6.5%。2022 财年全年公司管理层给予的零售天然气销售增长目标为同比增长 8-10%；毛差方面，受限于上游天然气成本上升和居民顺价周期较长，2022 年上半年华润燃气毛差收窄 0.13 元/立方米至 0.45 元/立方米。而受益于有效的顺价措施，整体三季度毛差录得超过 0.55 元/立方米。冬季用气需求提振，销气量增长部分上升，毛差压力部分上升，达到全年目标仍具挑战。我们预计需求有望达到 8%，毛差全年预期达到公司指引 0.5 元/立方米。
- **持续收并购支撑燃气接驳业务稳定发展。**华润燃气将其 2022 年的资本支出指引从 100 亿元人民币上调到 130 亿元以计划投资更多的并购项目，部分支撑燃气接驳业务稳定发展。华润燃气指引其新增居民用户在 2022 年将达到 350 万。
- **持续践行“1+2+N”业务发展战略，凭借优质项目和客户资源综合服务业务和综合能源业务发展势头良好。**2022 年上半年综合服务业务保持高速增长，收入和营业利润同比增长 81.5% 和 157.4%。此外公司综合能源业务发展迅速，能源销售大幅增长。公司另加大清洁能源市场布局，累计投运充电桩 139 座售电量达 1.1 亿度电。
- **我们给予华润燃气目标价 39.13 港元，维持买入评级。**我们看好华润燃气，考虑：1) 2023 年疫情防控优化提振整体用气需求，公司销气量增速改善，毛差管理能力持续提升；2) 收并购获取优秀项目部分支撑接驳业务稳定发展；3) 持续践行“1+2+N”业务发展战略，综合服务业务和综合能源业务持续快速发展；及 4) 充裕的财务弹性。我们维持华润燃气目标价 39.13 港元，基于 11.8 倍 2023 年预期市盈率。华润燃气目前交易在约 10 倍 2023 财年预期市盈率，接近自身估值低位，我们认为估值仍具吸引力。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入 (百万港元)	55,864	78,175	102,507	110,986	121,343
净利润 (百万港元)	5,152.3	6,395.1	6,828.1	7,524.7	8,562.1
每股收益 (港元)	2.31	2.82	3.01	3.32	3.77
稀释每股收益 (港元)	2.31	2.82	3.01	3.32	3.77
市场平均预估每股收益 (港元)	na	na	2.77	3.03	3.39
市盈率 (倍)	16.9	15.5	11.3	10.4	10.1
市净率 (倍)	2.4	2.4	1.4	1.3	1.1
股本回报率 (%)	na	12.7	11.9	11.7	11.9

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	HK\$39.13
潜在升幅	26%
当前股价	HK\$30.95

中国能源/中国城燃板块

夏微, CESGA

(852) 3761 0836
meganxia@cmbi.com.hk

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835
jackbai@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	71,619.0
3月平均流通量(百万港元)	87.85
52周内股价高/低(百万港元)	44.08/19.84
总股本(百万)	2,314.0

资料来源：Factset

股东结构

华润集团有限公司	61.5%
摩根大通集团	6.0%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	21.9%	9.1%
3-月	4.9%	0.5%
6-月	-11.5%	-5.2%

资料来源：Factset

股份表现



资料来源：Factset

财务分析

利润表

年结: 12月31日(百万港元)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入	55,864	78,175	102,507	110,986	121,343
成本	(40,837)	(59,880)	(83,482)	(90,156)	(98,586)
毛利	15,027	18,295	19,024	20,830	22,757
其他收入	1,398	1,774	2,327	2,519	2,754
销售及分销开支	(4,664)	(5,758)	(6,150)	(6,659)	(6,674)
研发开支	(3,167)	(3,825)	(4,100)	(4,439)	(4,854)
其他收入/(亏损)	(69)	(11)	(15)	(16)	(18)
经营(亏损)/收入	8,525	10,475	11,086	12,234	13,966
财务开支	(499)	(382)	(501)	(543)	(594)
应占合营公司业绩	657	702	921	997	1090
应占联营公司业绩	258	389	510	552	60
税前(亏损)/利润	8,997	11,183	12,015	13,240	15,066
营业税	(2,278)	(2,744)	(3,004)	(3,310)	(3,766)
少数股东权益	1,561	2,044	2,183	2,406	2,737
净利润	5,152	6,395	6,828	7,525	8,562

现金流量表

年结: 12月31日(百万港元)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
税前(亏损)/利润	6,713	8,440	9,011	9,930	11,299
折旧和摊销	2,118	2,669	2,772	2,469	2,109
营运资金变动	(642)	221	3,551	2,025	2,582
其他	3,560	4,226	2,789	7,762	8,651
经营活动所得现金净额	5,036	7,115	9,112	12,256	13,341
资本开支	(5,613)	(5,978)	(6,800)	(7,363)	(8,050)
联营公司	(2,076)	(2,347)	(2,506)	(2,762)	(3,142)
其他	(38)	(30)	(155)	(54)	(66)
投资活动所得现金净额	(2,114)	(2,377)	(2,661)	(2,816)	(3,208)
股本变动	-	-	-	-	-
净借贷	-	-	-	-	-
股息	(2,076)	(2,347)	(2,506)	(2,762)	(3,142)
其他	(38)	(30)	(155)	(54)	(66)
融资活动所得现金净额	(2,114)	(2,377)	(2,661)	(2,816)	(3,208)
现金增加净额	(2,691)	(1,240)	(350)	2,078	2,083
年初现金及现金等价物	13,237	13,442	7,563	7,213	9,291
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	13,442	7,563	7,213	9,291	11,375
减: 定期存款	-	-	-	-	-

资产负债表

年结: 12月31日(百万港元)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流动资产	10,948	16,932	18,788	20,332	21,603
固定资产	40,933	47,349	51,040	55,567	61,098
使用权资产	2,816	3,254	3,678	4,128	4,613
合营公司投资	12,115	12,992	17,035	18,444	20,166
联营公司投资	4,082	7,692	10,087	10,921	11,940
其它	3,284	4,284	4,892	5,052	5,273
流动资产	30,641	30,565	33,949	38,033	42,563
应收及其它应收	12,646	21,850	23,392	25,590	27,312
合约资产	3,534	3,628	3,895	4,217	4,611
现金及等价物	13,442	7,563	7,213	9,291	11,375
其它	1,019	-2,476	-552	-1,065	-735
流动负债	15,661	17,136	16,371	17,534	19,801
应付及其它应付	20,193	26,185	30,877	33,345	36,463
合约负债	15,174	15,186	17,426	18,868	20,628
借贷	2,548	616	616	616	616
其它	1,107	6,711	7,062	7,185	7,334
非流动负债	79	3,546	3,546	3,546	3,546
借贷	299	296	296	296	296
优先票据	5,536	-	-	-	-
其它	2,146	3,105	3,861	4,125	4,447
少数股东权益	10,594	12,781	14,964	17,369	20,106
总权益	36,274	41,257	45,579	50,342	55,762
负债和权益总额	46,868	54,038	60,543	67,712	75,869

主要比率

年结: 12月31日	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合(%)					
天然气销售	74.9	78.4	82.0	82.2	83.2
燃气接驳	17.8	15.3	11.7	10.9	9.9
销售燃气具	0.7	1.0	2.2	3.1	3.3
设计及建造	1.2	0.8	0.7	0.7	0.7
加气站	5.3	4.5	3.5	3.2	2.9
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率(%)					
毛利率	26.9	23.4	18.6	18.8	18.8
息税前利润率	15.3	13.4	10.8	11.0	11.5
净利率	9.2	8.2	6.7	6.8	7.1
有效税率	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3
资产负债比率					
流动比率(x)	0.79	0.63	0.61	0.63	0.65
速动比率(x)	0.67	0.53	0.57	0.59	0.61
现金比率(x)	0.34	0.28	0.24	0.21	0.18
平均应收帐款周转天数	82.6	73.3	78.0	78.0	78.0
债务/股本比率(%)	0.2	0.15	0.14	0.12	0.11
回报率(%)					
资产回报率	5.49	4.30	4.24	4.17	3.93
资本回报率	14.2	15.5	14.98	14.95	15.35
每股数据					
每股盈利(港元)	2.31	2.82	3.01	3.32	3.77
每股净值(港元)	16.25	18.19	20.09	22.19	24.58

资料来源: 公司, 招银国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法例。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应以通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。